

Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Dissertação

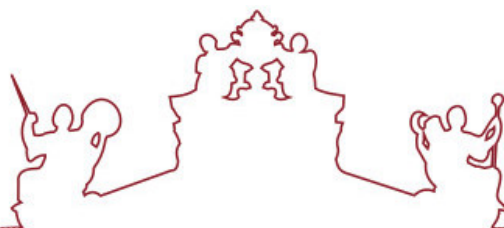
**O Impacto da propriedade e da gestão familiar na
performance das empresas**

Joana Vieira Faria

Orientador(es) | **Elisabete G.S. Félix**

Isabel Maria Pereira Viegas Vieira

Évora 2019



Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Dissertação

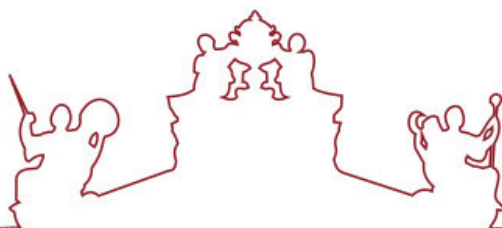
O Impacto da propriedade e da gestão familiar na performance das empresas

Joana Vieira Faria

Orientador(es) | Elisabete G.S. Félix

Isabel Maria Pereira Viegas Vieira

Évora 2019



A dissertação foi objeto de apreciação e discussão pública pelo seguinte júri nomeado pelo Diretor da Escola de Ciências Sociais:

- Presidente | Marta da Conceição Cruz Silvério (Universidade de Évora)
- Vogal | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva (Universidade de Évora)
- Vogal-orientador | Isabel Maria Pereira Viegas Vieira (Universidade de Évora)

Resumo

O objetivo do presente estudo é investigar a forma como a influência familiar exercida sobre uma empresa (através do envolvimento da família na propriedade e na gestão) influencia a performance da mesma (especificamente a Rendibilidade do Capital Próprio e a Rendibilidade do Ativo). Com este fim, foram recolhidos dados relativos a 108 empresas familiares, e a 121 empresas não familiares, resultando numa amostra de informação para 229 empresas europeias proveniente da base de dados AMADEUS.

Metodologicamente foram estimados modelos recorrendo às técnicas dos mínimos quadrados ordinários, mínimos quadrados generalizados e ao método dos momentos generalizado.

Os resultados sugerem que as empresas familiares têm maior rentabilidade dos ativos que as empresas não familiares. Indicam ainda que a influência através do envolvimento familiar na propriedade é significativamente positiva, e que a influência familiar através da gestão não afeta de forma significativa a rentabilidade dos ativos.

Palavras-chave: Empresas Familiares, Envolvimento familiar na Gestão, Envolvimento familiar na Propriedade

The impact of family ownership and management on corporate performance

Abstract

The objective of the present study is to investigate how the family influence exerted on a firm (through family involvement in ownership and management) impacts its performance (specifically the Return on Equity and the Return on Assets). To this end, data were collected for 108 family firms and 121 non-family firms, resulting in a sample with information for 229 European firms collected from the AMADEUS database.

Methodologically, models were estimated using ordinary least squares, generalized least squares and the generalized method of moments.

The results suggest that family firms have higher return on assets than non-family ones. They also indicate that the influence through family involvement in the property is significantly positive, and that such influence through management does not significantly affect the return on assets.

Keyword: Family Firms, Family involvement in management, Family involvement in ownership

À minha mãe

Agradecimentos

Quero começar por agradecer às minhas orientadoras, Prof^a Doutora Elisabete Gomes Santana Félix e Prof^a Doutora Isabel Maria Pereira Viegas Vieira pela constante disponibilidade e ajuda que me deram durante todo o processo de orientação e contribuições imprescindíveis à concretização do trabalho.

Gostaria também de agradecer a todos os professores e colegas que contribuíram para o meu percurso académico através da sua amizade e companheirismo, tal como aos revisores deste trabalho.

Agradeço ainda pela compreensão e incentivo à minha família, amigos e colegas, assim como pelo apoio e conselhos não só durante a redação desta dissertação, mas durante toda a minha vida.

ÍNDICE

Índice de Figuras	8
Índice de Tabelas.....	9
Listagem de Abreviaturas ou Siglas.....	10
1. INTRODUÇÃO	11
1.1. Enquadramento do tema e justificações da escolha	11
1.2. Formulação do Problema, Objetivos e hipóteses	12
1.3. Metodologia	13
1.4. Estrutura do Trabalho	13
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	14
2.1 Empresa familiar	14
2.2 Performance de empresas familiares	21
3. METODOLOGIA.....	26
3.1 Problema, objetivos e hipóteses	26
3.2 Dados e período temporal	28
3.4 Variáveis	29
3.4 Modelo empírico	36
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	38

4.1. Caraterização da amostra e análise descritiva	38
4.1.1. Variáveis de Performance	38
4.1.2. Variáveis de Envolvimento Familiar	39
4.1.3. Variáveis de Controlo	40
4.1.4. Análise comparativa entre ENF e EF	41
4.1.5. Matriz de Correlações	43
4.2. Análise dos resultados do estudo empírico	44
5. CONCLUSÕES.....	52
BIBLIOGRAFIA	54

ÍNDICE DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1: Modelo dos três círculos	23

ÍNDICE DE TABELAS

	Pág.
Tabela 1: Definições de Empresa Familiar	14
Tabela 2: Classificação da empresa segundo a sua dimensão.....	31
Tabela 3: Agrupamento das CAE.....	33
Tabela 4: Definição das variáveis.....	34
Tabela 5: Estatística Descritiva.....	38
Tabela 6: Estatística Descritiva para ENF e EF.....	41
Tabela 7: Teste de diferenças de médias entre ENF e EF.....	42
Tabela 8: Matriz de correlações	43
Tabela 9: Resultados da análise de regressão linear	44
Tabela 10: Resultados da análise de regressão não linear (dados em painel estáticos)	46
Tabela 11: Resultados da análise de regressão não linear (dados em painel dinâmicos)	49

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

AEF – Associação de Empresas Familiares
CAE - Classificação das Atividades Económicas
CPMM - *Contemporary Performance Measurement and Management*
EAU - Emirados Árabes Unidos
EF – Empresa familiar
EFB - *European Family Businesses*
EQM - *European Foundation for Quality Management*
ENF - Empresa Não Familiar
FFI - *Family Firm Institute*
FIO - *Family involvement in ownership*
FIM - *Family involvement in management*
GMM - *Generalized method of moments*
GLS - *Generalized least squares*
MP - Medida de Performance
NT - Número de trabalhadores
VN -Volume de negócios
OLS - *Ordinary Least Squares*
RCP - Rendibilidade do Capital Próprio
ROA - Rendibilidade do Ativo
ROI - Retorno sobre investimento
SMP - Sistema de Medidas de Performance
SVS - *Superintendencia de Valores y Seguros*
TA - Total de ativos

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do tema e justificações da escolha

As empresas familiares (EFs) têm um grande peso na economia global, pois na maior parte dos países são responsáveis por 50% a 80% de todos os postos de trabalho, representam dois terços do tecido empresarial global, e criam cerca de 70%-90% do PIB mundial. Assim, estas são o tipo predominante de empresa e, como tal, o seu estudo tem interesse académico e prático. As empresas familiares europeias representam 9% do PIB do continente, e 40-50% de todos os postos de trabalho. Na China, 85,4% das empresas privadas são EFs, e nos Estados Unidos pelo menos metade de todas as empresas são EFs (Family Firm Institute, Inc., 2017).

À primeira vista, qualquer indivíduo parece ter noção do que é uma empresa familiar (EF). “A maioria das pessoas crê que uma EF é aquela que foi fundada por um único indivíduo, ou vários, e onde a maioria dos seus familiares executam funções” (Oliveira, 2013 citado por Pires (2016, pág. 22)). No entanto, dependendo das condições sociopolíticas e geográficas, esta visão parece mudar.

Apesar de existirem inúmeros estudos de EFs, parece não existir um consenso relativo à sua definição. Mesmo entre entidades oficiais existem a este respeito diferenças conceptuais consideráveis. Para a Associação de Empresas Familiares (AEF) portuguesa, são "Empresas Familiares as empresas em que uma família detém o controlo, em termos de determinar a gestão, e alguns dos seus membros participam e trabalham na empresa". Já para a European Family Businesses (EFB), uma empresa de qualquer dimensão é considerada familiar, se:

- A maioria dos direitos de decisão está na posse da(s) pessoa(s) que estabeleceu(ram) a empresa, ou na posse da(s) pessoa(s) que adquiriu(am) o capital social da empresa, ou na posse dos seus cônjuges, pais, filhos ou herdeiros diretos dos filhos.
- A maioria dos direitos de decisão são indiretos ou diretos.
- Pelo menos um representante da família, ou parentes, está formalmente envolvido na gestão da empresa.
- As empresas cotadas cumprem a definição de empresa familiar se a pessoa que estabeleceu ou adquiriu a empresa (capital social), a sua família ou descendentes possuírem 25% dos direitos de decisão exigidos pelo capital social.

Para o Family Firm Institute (FFI, 2018) não existe apenas uma definição de empresa familiar, apresentando cinco definições alternativas de autores distintos que são o resultado

da evolução, investigação e discussão ao longo do tempo. A primeira definição, de Miller, Breton-Miller, Lestar & Cannella, (2007) salienta o envolvimento de diversos membros da mesma família como principais proprietários ou gestores, em simultâneo, e ao longo do tempo. Na segunda definição (Sciascia & Mazzola, 2008) as EFs são definidas através do envolvimento da família em cargos de propriedade e administração. A terceira definição, realça a necessidade de dois ou mais membros da família terem interesse na propriedade da empresa e compromisso com a continuação da mesma. A quarta definição possibilita o envolvimento de mais de uma família na empresa, ao definir EF como uma empresa gerida com a intenção de seguir a visão de negócio mantido por um grupo predominantemente controlado por membros da(s) família(s) de forma sustentável através das gerações. A quinta, e última, definição proposta corresponde à já apresentada pela European Family Businesses.

A constante dinâmica e evolução do estudo das EFs faz com que a contribuição desta dissertação seja acrescentar valor em termos de conhecimento académico e de informação relevante para a comunidade empresarial.

As principais motivações para a realização deste estudo decorrem da enorme importância destas empresas para a economia europeia, das suas características específicas, assim como o facto de este ser um campo de investigação onde ainda existem aspetos discutíveis, como a definição de EF ou a medida de performance mais adequada.

1.2. Formulação do Problema, Objetivos e hipóteses

O problema inicial desta dissertação foi definido após a constatação das divergências nas conclusões de estudos que avaliaram o impacto da propriedade nas empresas familiares (como em Sciascia e Mazzola, 2008, ou Kowalewski, Talavera e Stetsyuk, 2010), na comparação do desempenho das EFs e não familiares - ENFs, ou até na definição de EF. Coloca-se assim a seguinte questão de investigação: *quão determinantes são a propriedade e controlo exercido pela família para o funcionamento e rentabilidade financeira de uma empresa?*

Com a realização desta dissertação pretende perceber-se de que modo a propriedade (percentagem de ações detidas pela família) e a existência de controlo (percentagem de cargos de gestão ocupados por familiares) sobre a empresa afetam a performance da mesma.

Para além deste objetivo principal, pretende-se também comparar a performance de EFs (segundo a definição proposta) e de ENFs, avaliar se a propriedade familiar influencia significativamente a performance das empresas, e investigar uma possível relação entre controlo e performance.

Destes objetivos específicos é possível deduzir as hipóteses deste trabalho. A primeira hipótese pretende testar se as EFs têm uma performance superior às ENFs, de modo a perceber se o facto de existir influência familiar numa empresa pode afetar positivamente os seus indicadores financeiros. A segunda hipótese testará se a propriedade familiar influencia a performance das empresas, com o propósito de compreender, se o efeito familiar é exercido pela percentagem de ações detidas pela família. Pretende-se ainda testar se a percentagem de controlo pela família afeta a performance, para se saber se o número de cargos executivos ocupados por membros da família é importante para a performance das empresas.

1.3. Metodologia

A comunidade académica tem também visões muito distintas sobre as medidas de performance que devem ser utilizadas para conhecer e quantificar o valor de cada empresa e o seu desempenho. As principais medidas de performance utilizadas são a ROA (Rendibilidade Operacional do Ativo) e a RCP (Rendibilidade do Capital Próprio). Como instrumentos alternativos, podem apontar-se os *tableaux-de-bord*, *Balanced Scorecards* e *Performance Prisms* (Anderson & Reeb, 2003; Gimbert, Bisbe & Mendoza, 2010; Singapurwoko, 2013; Isik & Soykan, 2013; Pires, 2016).

Neste trabalho adota-se a metodologia de Anderson e Reeb (2003), Sciascia e Mazzola (2008) e Kowalewski, et al. (2010), que se baseia na análise de regressão e em modelos de dados em painel (estáticos e dinâmicos), estimados com dados recolhidos na base AMADEUS.

1.4. Estrutura do Trabalho

Este trabalho está organizado em cinco capítulos. No primeiro, é apresentada uma introdução ao tema de estudo, problema, objetivos, hipóteses e metodologia desta dissertação. No segundo, é feita uma revisão bibliográfica, caracterizando EFs e apresentando alguns modelos que sintetizam a singularidade das mesmas. Analisa-se a evolução das medidas de performance e os principais estudos que analisam a performance de EFs. No capítulo 3 são apresentados a metodologia e o modelo empírico estimado. No capítulo 4 são expostos os resultados empíricos. O capítulo 5 contém uma síntese e as conclusões da dissertação.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Empresa familiar

Mesmo após várias tentativas de encontrar consenso na definição de EF, até à data não existe uma definição unânime (Chua, Chrisman & Sharma, 1999), embora se verifique uma evolução clara destas mesmas definições (Chrisman, Chua, & Litz, 2003; Litz, 2008).

Um das tentativas de solucionar o problema da definição de EF foi apresentada por Astrachan, Klein e Smyrniotis (2002), que afirmam que o que importa não é tanto distinguir entre EF e ENF, mas perceber de que modo e com que extensão a família influencia a empresa. Para tal salientam três dimensões, ou subescalas, poder, experiência e cultura, que conjuntamente formam o índice de influência familiar F-PEC.

Segundo Chrisman et al. (2003), os primeiros investigadores concentraram-se em componentes da envolvente familiar, como propriedade, administração, gestão e sucessão familiar. Os autores constataram que essas componentes apenas substituem medidas da essência familiar, não tendo, por isso, capacidade de determinar se uma empresa é ou não familiar. A sua definição da essência de uma EF baseia-se nos estudos de Litz (1995), Astrachan (1996), Chua et al. (1999) e Habbershon, Williams e MacMillan (2003), que abordaram os fatores: intenção, visão, comportamento, envolvimento familiar e interações, respetivamente. Defendem que a essência de uma EF decorre da intenção de manter o controlo familiar, dos recursos únicos, inseparáveis e sinérgicos decorrentes da interação e envolvimento familiar; da visão defendida pela família para a criação de valor transgeracional; e pela perseguição dessa mesma visão.

Para além desta definição e das definições apresentadas por associações e institutos, estão indicadas, na tabela 1, diversas definições de EF, assim como a respetiva referência bibliográfica.

Tabela 1- Definições de Empresa Familiar

Autor	Definição
Astrachan & Kolenko, (1994)	“Propriedade familiar de mais de 50 por cento do negócio para empresas privadas (...) ou mais de 10 por cento das ações em empresas públicas [empresas com capital disperso em bolsa]; Mais de um membro da família a trabalhar no negócio, ou o proprietário antecipa passar o negócio para a próxima geração de membros da família, ou

Autor	Definição
	<p>o proprietário identifica a empresa como uma empresa familiar;</p> <p>Dez ou mais funcionários;</p> <p>Receitas anuais superiores a 2 milhões de dólares;</p> <p>Pelo menos dez anos de operações contínuas.”</p>
Martínez, Stöhr & Quiroga (2007)	<p>“Nós definimos "empresa controlada pela família" como uma empresa que verifica um dos seguintes critérios:</p> <p>a) Uma empresa cuja propriedade é claramente controlada por uma família, e onde os membros desta também estão presentes no conselho de administração e na gestão;</p> <p>b) Uma empresa cuja propriedade é claramente controlada por um grupo de famílias e onde os membros dessas famílias estão presentes principalmente no conselho de administração;</p> <p>c) Uma empresa classificada pela SVS [Superintendencia de Valores y Seguros – Chile] dentro de um grupo empresarial, e este grupo está claramente associado a uma empresa familiar;</p> <p>d) Uma empresa classificada pela SVS dentro de um grupo empresarial e este grupo está claramente associado a um empresário ou homem de negócios (ou mulher) sem descendentes diretos, mas há sinais claros de que a empresa será projetada no tempo como uma empresa controlada pela família através de seus descendentes não diretos (ou seja, sobrinhos, sobrinhas ou outros). (...)”</p>
Desender, Cestona & Cladera (2009)	<p>“Nós classificamos uma firma como uma empresa familiar se (1) a família é o maior acionista, (2) tem pelo menos 20% das ações e (3) algum familiar ocupa um cargo no conselho ou está envolvido na administração da empresa”</p>
Arosa, Iturralde & Maseda (2010)	<p>“Neste estudo, uma empresa familiar preenche duas condições: a) uma parte substancial das ações é detidas pelos membros fundadores ou familiares, permitindo-lhes exercer controlo sobre a empresa e b) os familiares participam ativamente na sua monitorização. Nós estabelecemos 50% como a percentagem mínima do capital de uma empresa considerada como uma participação de controlo”</p>
Rettab & Azzam (2011)	<p>“(…) uma empresa que é em mais de 50% propriedade de, e administrada por, cidadãos dos EAU (Emirados Árabes Unidos) é definida como uma</p>

Autor	Definição
	<p>empresa familiar, enquanto todas as outras empresas são definidas como empresas não familiares.</p> <p>Um negócio que é de propriedade total dos cidadãos dos EAU em quase todos os casos pertence a um único proprietário nacional dos EAU, independentemente da dimensão do negócio. Assim, todas as empresas nacionais de EAU são empresas familiares.”</p>
Singapurwoko (2013)	<p>“Esta pesquisa usa negócios familiares definidos na pesquisa de Sindhuja (2009), tais como:</p> <ul style="list-style-type: none"> - A empresa é gerida por membros de um único grupo familiar dominante. - Existe um único grupo familiar dominante que possui mais de 50% das ações da empresa. - Os membros da família da empresa percebem a empresa como uma empresa familiar. - Há um sucessor da família na empresa ou a empresa é gerida pelo sucessor familiar. - A gestão é constituída por membros principais da família. - Os cargos executivos da empresa são detidos por membros da família.”
Singh & Kota (2016)	<p>“Embora uma definição comum para o negócio familiar não tenha ainda surgido, os seguintes três aspetos podem identificar uma empresa familiar: propriedade (um ou mais membros da família possuem uma maior percentagem de ações), gestão (um ou mais membros da família ocupam os principais cargos na gestão) e posição no conselho de administração (um ou mais membros da família estão diretamente envolvidos no conselho de administração da empresa)”</p>
Serrasqueiro, Nunes & Silva (2016)	<p>“Nós referimo-nos a empresas familiares (...), quando uma família controla 50% ou mais de propriedade.”</p>

Cada uma das definições apresentadas tem singularidades, e similaridades, pelo que se pode afirmar que uma EF é uma empresa que cumpra os seguintes critérios em simultâneo:

- A família detém 50% ou mais do capital da empresa, no caso de a empresa não estar cotada em bolsa;

- A família tem um mínimo de 32% do capital da empresa, no caso de a empresa ser cotada em bolsa.

Esta definição segue os critérios do índice global de empresa familiares (Universidade de St. Gallen, Centro de Excelência Empresarial Familiar Global da EY, 2015), que exige às empresas privadas uma maioria dos direitos de voto, para garantir a soberania da família na tomada de decisões, enquanto que às empresas com capital em bolsa apenas exige uma detenção de um mínimo de 32% pelo facto de geralmente existir uma parte do capital dispersa por um conjunto de acionistas minoritários, que não possui direito de voto, o que leva a que apenas cerca de 60% do capital tem poder de interferir na aprovação de decisões. Os 32% são um ponto de corte que pode ser considerado uma abordagem mais conservadora.

A definição anterior não tem em consideração a intenção de sucessão, nem o envolvimento de várias gerações, pois foi considerado que uma empresa pode ser familiar mesmo quando a primeira geração é a única envolvida na empresa. Quer seja porque ainda não ocorreu nenhuma sucessão ou porque até ao momento não existam herdeiros.

Existem ainda outras características que podem levar a que outros critérios sejam considerados, atendendo ao país que acolhe a empresa, ao regime governativo, ao tipo de empresa entre outras características (Pires, 2016).

Mas porque devem as empresas familiares serem estudadas de maneira isolada? Muitos autores defendem que tal separação é justificada pelo facto deste tipo de empresa ser único, o que se deve ao envolvimento da família na empresa (Chrisman et al, 2003; Astrachan & Kolenko, 1994; Pires, 2016).

Segundo Chua et al. (1999), não é o facto de uma família deter e/ou gerir a empresa, que a torna única, mas sim o facto do envolvimento familiar moldar o negócio de uma forma que os familiares de executivos em ENFs (empresa não familiares) não conseguem. Este envolvimento reflete-se na propriedade, administração e gestão, que consequentemente influenciam a formulação, desenho e implementação, dos objetivos, estratégias e estrutura da empresa.

A ligação da empresa à família é a principal característica das EFs (Castanho, 2016), assim como as consequências económicas, financeiras e organizacionais que esta estreita ligação oferece.

Segundo Sirmon e Hitt (2003), as características que diferenciam EFs de ENFs são o capital humano, capital social, capital de sobrevivência, capital financeiro paciente e a estrutura de gestão.

O capital humano das EF é principalmente marcado pela proximidade entre a esfera familiar e a empresarial, o que aumenta a complexidade das relações familiares e profissionais. Por um lado, é necessário considerar que a contratação de familiares pode levar a que o capital humano da empresa tenha qualificações abaixo do desejado. Além disso, as pessoas qualificadas evitam as EFs, por perceberem reduzido potencial de evolução de carreira para os membros não familiares. Por outro lado, o capital humano das EFs é caracterizado pelo seu forte compromisso, o seu relacionamento mais próximo e o seu profundo conhecimento estratégico da empresa (Sirmon & Hitt, 2003).

Os recursos atuais e potenciais que a *network* do capital social de uma EF estimula, possibilita à empresa ter acesso a informação, conhecimento tecnológico e ao mercado, em resultado da relação contínua com fornecedores, clientes e outras organizações. O capital social da EF tem ainda o potencial de influenciar o capital humano após a sucessão da empresa, devido ao impacto no desenvolvimento do sucessor (Sirmon & Hitt, 2003).

O capital financeiro paciente (capital que, segundo Sirmon e Hitt (2003), é investido sem a ameaça de liquidação a curto prazo), é uma característica principalmente atribuída às EFs, tendo na empresa efeitos tanto positivos como negativos. Negativamente, pode salientar-se a limitação de financiamento externo pelo facto das EFs evitarem vender ações a pessoas que não façam parte da família. Positivamente, realçam-se as estruturas de gestão de capital que tendem a ter um horizonte temporal de longo prazo, não valorizando tanto resultados a curto prazo quanto as ENFs. Para além disso, o objetivo de transmitir a empresa às próximas gerações incentiva a empresa a gerir o capital de maneira eficiente, criando assim um capital financeiro paciente (Sirmon & Hitt, 2003).

O capital de sobrevivência de uma EF é uma das suas principais características, por representar a capacidade de atrair para a empresa recursos pessoais (como, trabalho não remunerado, trabalho emprestado, aumentos de capital ou empréstimos monetários), que familiares estão dispostos a emprestar, ou partilhar, para benefício da EF. O capital de sobrevivência pode ajudar a empresa em momentos de crise, ou após um investimento mal sucedido. As ENFs têm menor probabilidade de acesso a esta rede de segurança, devido a menor lealdade, ou compromisso de longo prazo. Para além disso, os membros familiares da empresa têm menores custos em fazer empréstimos à empresa, comparativamente a uma alternativa de falência da empresa (Sirmon & Hitt, 2003).

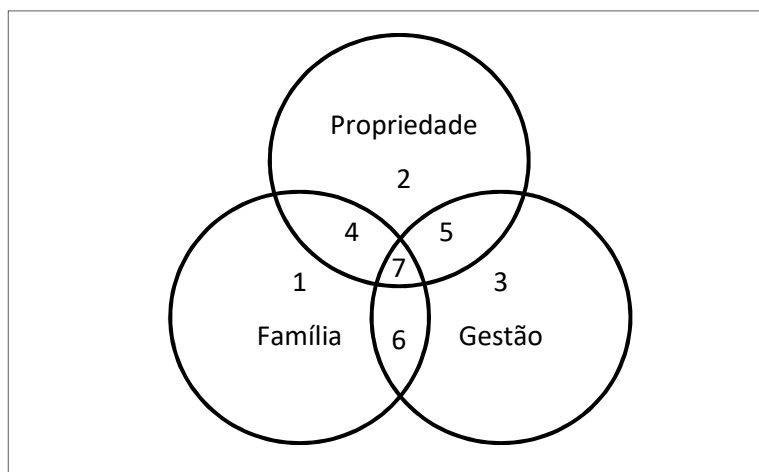
Jensen e Meckling, citados por Sirmon e Hitt (2003), referem que a estrutura de gestão das EFs pode ser vista como uma estrutura de reduzidos custos de agência, embora existam autores que têm a visão oposta (Lubatkin, Lane, & Schulze, 2001; Gomez-Mejia, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001). Para que a estrutura de gestão se traduza realmente em custos de agência

reduzidos, é necessário que exista um alinhamento entre os objetivos da empresa e dos familiares em gerar riqueza e em promover a continuidade da empresa. Podem, no entanto, surgir problemas de agência aquando da sucessão da mesma (Sirmon & Hitt, 2003).

Além das características específicas, as EFs têm uma complexidade própria que resulta da interação entre a família, a propriedade e a gestão. Segundo Crishman et al. (2003), esta mesma interação e a sua complexidade potenciam a influência dos recursos não económicos da empresa no desempenho económico da mesma. Com uma visão oposta, Simon e Hitt (2003) afirmam que os recursos da família são insuficientes para poderem ser considerados uma vantagem competitiva.

A complexidade e as suas variáveis foram compiladas no modelo seminal de três círculos de Tagiuri e Davis (1996), e que se apresenta na figura 1.

Figura 1 - Modelo dos três círculos



Fonte: Tagiuri e Davis, 1996

As variáveis, família, propriedade e gestão, representam as possíveis relações com a empresa. Para a família, e os seus parentes, a empresa pode ser parte da entidade familiar, visto ser um ponto comum aos familiares, assim como um património hereditário e uma fonte de segurança financeira. A propriedade representa os acionistas que são remunerados pelo seu investimento. A gestão, ou os gestores, são os responsáveis por garantir que a empresa tem a capacidade de fornecer o esperado pela família e acionistas, e ainda por gerir a relação com fornecedores, clientes e o contexto que envolve a empresa. No entanto, cada umas destas variáveis não existe isoladamente, podendo haver pessoas que envolvidas em duas ou três das variáveis. Existem, segundo este modelo, sete tipos de agentes (de Portugal, 2011):

- 1 – Familiares que não são acionistas nem trabalham na empresa;
- 2 – Acionistas que não trabalham na empresa, nem são membros da família;
- 3 – Empregados que não são parte da família, nem são acionistas da empresa;
- 4 – Membros da família que têm participação acionista, mas que não trabalham nela;
- 5 – Acionistas que trabalham na empresa e não são membros da família;
- 6 – Membros da família que trabalham na empresa, mas que não têm participação no capital; e,
- 7 – Membros da família que são acionistas e trabalham na empresa.

No entanto, segundo Litz (2008), este modelo é fragmentado, limitado e predominantemente estático, por se focar exclusivamente na parte empresarial da família, e por retratar a empresa num momento específico do tempo, não considerando o efeito dinâmico da passagem do mesmo. Existem novas versões deste modelo, como o modelo dos cinco círculos de Caspar, Dias e Elstrodt (2010), em que foram adicionadas as variáveis Fundações e Gestão de Património, e o modelo dos cinco círculos de Amat (2000), em que foram incluídas as variáveis Negócio e Sucessão.

No modelo de Caspar et al. (2010), a variável Fundações diz respeito à influência da empresa através de filantropia, criando prestígio para empresa, assim como mantendo o compromisso da família com esta, acrescentando motivação relacionada com o impacto social da mesma, e promovendo os valores familiares ao longo das diversas gerações. A variável Gestão de património é importante para manter a harmonia entre as restantes variáveis do modelo, pois uma boa gestão do património garante uma distribuição do risco entre ativos líquidos, semilíquidos e/ou participações em outras empresas, resultando num rendimento para a família. No modelo de Amat (2000), a variável negócio está relacionada com a estratégia de longo prazo, incluindo a competitividade no mercado, a definição dos objetivos de marketing, e as políticas relativas a clientes e produtos. A variável Sucessão refere-se à preparação para a transferência de poder para a geração seguinte, que deve ser planeada de modo a evitar potencial resistência à perda de poder.

As variáveis ligadas à sucessão e aos valores e crenças do fundador/família são também a origem dos principais benefícios e limitações das EFs. Segundo Mcconaughy, Matthews e Fialko (2001), é o fundador, a sua visão e as suas competências, que tornam as EFs distintas das restantes, pela forma como financia a empresa (fundos próprios ou de familiares) e como aplica os seus valores no crescimento da empresa. Estes valores são assim um fator chave no sucesso da empresa e a sucessão familiar permite que esta visão e valores se conservem na empresa para seu benefício.

Anderson e Reeb (2003) afirmam que a elevada participação no capital da empresa por parte da família pode ter benefícios potenciais que levam a vantagens competitivas, nomeadamente a redução de custos de agência. Devido à estreita ligação entre a riqueza familiar e o bem-estar da empresa, os membros da família têm um incentivo extra, para monitorizar a gestão da empresa e minimizar potenciais desvios, muitas vezes associados a empresas com acionistas minoritários.

Para além disso, a visão de longo prazo, característica das EFs por comparação com empresas detidas maioritariamente por não familiares, leva a que seja menos provável a troca de investimentos que visam o ganho de curto prazo por outros mais direcionados para a sustentabilidade a longo prazo, e a uma melhor gestão da reputação da empresa com potenciais benefícios junto de fornecedores e clientes (Anderson & Reeb, 2003).

Miller, Minichilli e Corbetta (2013) concluíram que os membros da família são melhores gestores do que os não familiares, quando a empresa não é de grande dimensão. Este resultado pode estar ligado à transmissão de conhecimento tácito entre sucessores e gerações.

Por outro lado, as empresas familiares têm potenciais limitações, que ocorrem por exemplo da elevada percentagem do capital detida pela família. Para Anderson e Reeb (2003), os membros da família têm incentivos e capacidade para promoverem o seu próprio benefício em detrimento da performance empresarial.

Para Dawson (2011), uma desvantagem da ligação entre família e empresa é a generosidade a favor dos membros da família, que pode levar ao aparecimento de familiares parasitas para a empresa.

Pires (2016) salienta que, muitas vezes, nas EFs o fundador exerce funções por períodos de tempo alargados, normalmente superiores a 15 anos, e com o passar do tempo o CEO/fundador tende a tornar-se cada vez mais avesso ao risco, o que, consequentemente, condiciona o crescimento da empresa, por poder, potencialmente, ignorar bons investimentos.

2.2 Performance de empresas familiares

A performance das empresas é convencionalmente definida com base nos *outputs* ou *inputs* da empresa, ou na relação entre eles, normalmente referida como eficiência (Chen, 2009), sendo a eficiência uma medida da qualidade da afetação dos recursos da empresa para a obtenção de um determinado nível de satisfação do cliente (Neely, Gregory & Platts, 1995).

A necessidade de satisfação do cliente, assim como o desafio de prosperar em mercados cada vez mais globais, leva a que as empresas, incluindo as familiares, necessitem de informação atualizada e precisa relativamente à performance do seu negócio (Nudurupati, Bititci, Kumar & Chan, 2011).

Cada empresa tem assim que definir quais as medidas de performance (MPs) que irá adotar para quantificar a eficiência e eficácia das suas ações e decisões de gestão, podendo para tal estudar cada medida de maneira isolada, considerar o sistema das medidas de performance (SMP) como um conjunto, ou ainda, focar-se na relação entre o SMP e o ambiente em que este opera (Neely et al., 1995).

Na investigação já desenvolvida, a performance entre EFs e ENFs tem sido comparada tendo por base MPs maioritariamente financeiras, por serem mais facilmente quantificadas. Exemplos são o ROA, e o Q de Tobin, utilizado por Anderson e Reeb (2003) e Isik e Soykan (2013), que, além do Q de Tobin, consideraram a rentabilidade e o crescimento. Já Lee (2006) utilizou o crescimento das receitas, a rentabilidade medida pela margem de lucro líquido e ainda pelo crescimento do emprego, medido pela evolução do número de empregados. Filatotchev, Lien e Piesse (2005) consideraram, além da rentabilidade, o valor da empresa. Singapurwoko (2013) diferenciou-se por utilizar a margem e lucro líquido para proxy de rentabilidade.

Apesar do conjunto de MPs frequentemente utilizado na literatura, cada empresa constrói as suas MPs com fatores de avaliação da performance normalmente multidimensionais, não se verificando a aplicação de um grupo padrão de MPs. De modo a medir a performance relativa das diversas unidades de negócio da empresa, são geralmente utilizados modelos de análise de envolvimento de dados, que têm como unidade cada tomada da decisão, possibilitando atribuir um peso a cada decisão e, assim, obter o valor de eficiência da empresa. No entanto, nem sempre a maior eficiência de todas as decisões garante a melhor performance da empresa como um todo, pelo que muitas vezes são utilizados os objetivos estratégicos de cada unidade de negócios e/ou da empresa (Chen, 2009).

Segundo Sonson, Kulatunga e Pathirage (2017), as MPs podem ser classificadas como MPs tradicionais e medidas de performance e gestão contemporâneas (*contemporary performance measurement and management* - CPMM), possibilitando às empresas medir a sua performance financeira e não financeira. Mais especificamente, os sistemas CPMM medem a performance de uma perspetiva interna e externa, de curto e longo prazo, olhando para o passado e para o futuro, e fazem a ligação com os objetivos e valores da empresa. O CPMM é uma ferramenta adotada por organizações de todas as dimensões, devido à sua capacidade de

incorporar perspectivas estratégicas, táticas e operacionais, suportando a tomada de decisões e melhorando a eficácia da gestão.

As CPMM foram evoluindo ao longo do tempo. Lynch e Cross (1991) criaram o *Performance Pyramid*, que organiza e liga todos os aspetos da performance organizacional, numa pirâmide em que a base são os objetivos operacionais, e o topo são os objetivos estratégicos e a visão. Fitzgerald, Johnson, Brignall, Silvestro e Vos (1991), desenvolveram o modelo de resultados e determinantes, baseado na gestão de operações, qualidade de serviço, marketing e contabilidade. Este modelo identificava seis dimensões de desempenho, em duas categorias (resultados e determinantes), tendo a capacidade de distinguir a natureza dos serviços.

O *Balanced scorecard*, inicialmente proposto por Kaplan e Norton (1995), consiste numa metodologia que transforma os objetivos estratégicos da empresa num conjunto coeso de MPs, com capacidade para promover melhorias nas quatro áreas críticas: produto, processo, cliente e desenvolvimento de mercado. As suas MPs diferenciam-se das tradicionais ao serem baseadas nos objetivos estratégicos e nas exigências competitivas (Kaplan & Norton, 1995).

Neely, Adams e Crowe (2001) criaram e aplicaram a sua própria metodologia, *The Performance Prism*, ou o prisma do desempenho, que consiste em cinco faces interrelacionadas. A primeira, é a satisfação dos *stakeholders* (pretende-se saber quem são e as suas necessidades e desejos). A segunda face, a das estratégias, pretende identificar as estratégias que garantem a satisfação dos desejos e necessidades dos *stakeholders*. Subsequentemente, passa-se à face dos processos (definem-se os processos a implementar para concretizar a estratégia). A quarta face do prisma, é a face das capacidades, que são a combinação de pessoas, práticas, tecnologia e infraestruturas que, em conjunto, permitem a execução dos processos (agora e no futuro). A última face do prisma, é a da contribuição dos *stakeholders*, visto que não deve ser apenas a empresa a oferecer valor aos stakeholders. Estes devem também contribuir para a organização. Esta relação recíproca entre empresa e *stakeholders* diferencia esta metodologia das já existentes (Neely et al., 2001).

Mais recentemente, foi desenvolvido pela Fundação Europeia para a Qualidade de Gestão - *European Foundation for Quality Management* (EFQM) - o modelo de excelência EFQM. Este modelo possibilita a compreensão da relação de causa e efeito entre as decisões da empresa e os resultados da mesma. Este modelo compreende três componentes, oito conceitos fundamentais, cinco critérios de habilitação, e o RADAR (resultados, abordagens, realizar, avaliar e refinar). A sua característica diferenciadora é a possibilidade de poder ser aplicado a empresas de todas as dimensões, setores ou maturidades (EFQM, 2017).

Apesar dos modelos que foram surgindo ao longo do tempo, ainda não são comuns sistemas suficientemente dinâmicos, integrados, precisos, acessíveis e visíveis, principalmente devido ao facto da maioria dos modelos apresentarem informação histórica (não atualizada e por isso pouco relevante); ao facto de poucos modelos estarem integrados com o sistemas de informação; e, devido à possível resistência dos recursos humanos pelo desconhecimento dos objetivos e benefícios dos sistemas de MPs (Nudurupati et al., 2011).

No caso das EFs, existem condicionantes específicas que podem influenciar tanto a implementação das MPs como também a própria performance da empresa, nomeadamente as características das EF, já referidas anteriormente.

Astrachan e Kolenko (1994), tendo por base as características das práticas de gestão de recursos humanos e administrativas de 600 empresas, concluíram que a gestão eficiente dos recursos humanos na EFs se traduz em receitas superiores para a empresa e em rendimentos pessoais mais elevado para o CEO, confirmando assim o impacto da gestão de recursos humanos no sucesso e sobrevivência das EFs.

Anderson e Reeb (2003), tendo por base o índice Standard & Poor's 500 entre 1992 e 1999, e focando a análise na relação entre a propriedade da família fundadora e a performance empresarial, concluíram que as EFs têm performances superiores às ENFs.

Sciascia e Mazzola (2008), também investigaram o impacto da propriedade, mas utilizaram como principais variáveis independentes o envolvimento familiar na propriedade (FIO - *family involvement in ownership*) e na gestão (FIM - *family involvement in management*). Com base numa amostra de 620 empresas Italianas não cotadas em bolsa, o seu estudo não identificou uma relação significativa entre FIO e performance. No caso do FIM, foi encontrada uma relação quadrática negativa com a performance.

Kowalewski, et al. (2010) também usaram as variáveis FIM e FIO no estudo que desenvolveram, tendo por base dados de 217 empresa Polacas entre o período de 1997 e 2005. Concluíram que, ao contrário de Sciascia e Mazzola, (2008), *FIO* tem uma relação com a performance em forma de U invertido, e que FIM está positivamente e significativamente relacionado com a performance financeira.

Outra perspetiva do estudo da propriedade foi proposta por Desender et al. (2009), que analisaram a estrutura de propriedade das empresas não financeiras espanholas cotadas na bolsa de Madrid entre 2000 e 2002. De acordo com estes autores, as empresas com o capital familiar têm uma performance superior às ENFs. Também as empresas controladas pelas famílias fundadoras têm melhor desempenho em termos de evolução das cotações em bolsa do que as empresas controladas por famílias não fundadoras.

Existem, no entanto, um conjunto mais alargado de características, além das já identificadas, como as práticas de gestão de recursos humanos, propriedade da família fundadora, envolvimento familiar na propriedade (FIO) e na gestão (FIM), estrutura de propriedade, que são usadas para medir a performance das empresas.

Pires (2016) utiliza como variáveis a dimensão, idade, endividamento, número de trabalhadores, crescimento das vendas, exportações e o setor de atividade. David (2017), além do género de quem está na direção, usa as variáveis, dimensão da empresa, idade, região, sector de atividade de acordo com a classificação das atividades económicas (CAE) para medir a performance da empresa. O autor concluiu que as EFs que têm na sua direção um elemento do género feminino têm impactos positivos na sua performance (comparativamente às que possuem apenas elementos do género masculino).

Da revisão da literatura efetuada, é possível concluir que não existe consenso relativamente à superioridade em termos de performance das EFs. Martínez et al. (2007) replicaram o estudo de Anderson e Reeb (2003) e, com base nas variáveis, indústria, dimensão, dívida e idade da empresa, concluíram que as EFs cotadas em bolsa têm performances superiores às das ENFs. A mesma conclusão foi obtida por Desender et al. (2009), tendo por base a análise da estrutura da propriedade, a dimensão e o setor de atividade das empresas.

Rettab e Azzam (2011), que compararam a performance de EFs e ENFs de acordo com o seu setor de atividade, concluíram que, embora nos setores do comércio e da construção as EFs tenham uma performance superior, são as ENFs que melhores desempenhos têm nos setores da indústria e dos serviços.

No estudo desenvolvido por Singapurwoko (2013), tendo por base a Indonésia, são as ENFs que apresentam melhores performances e sustentabilidade em períodos de crise. Também Singh e Kota (2016), ao estudar a performance de EFs e ENFs com base na sua rentabilidade, tamanho, posição de mercado, endividamento e número de empregados, concluíram que as ENFs têm um desempenho superior.

Condicionantes da performance das EF, como a influência familiar estudada por Sciascia e Mazzola, (2008) e Kowalewski, et al. (2010), que pode desagregar-se em propriedade e controlo (ou gestão), são características que podem afetar a performance de forma não linear, tal como mostram Sciascia e Mazzola, (2008). Este efeito pode resultar do *trade off* entre os recursos, competitividade e problemas de agência, decorrentes da complexidade de relações anteriormente abordadas no modelo dos três círculos.

3. METODOLOGIA

3.1 Problema, objetivos e hipóteses

A revisão da literatura efetuada permitiu identificar uma lacuna no estudo da propriedade familiar e da performance. Uma vez que a família atribui à empresa uma envolvente única, é relevante investigar a forma como a propriedade e o controlo da família afetam o desempenho empresarial. Coloca-se assim a seguinte questão: *quão determinantes são a propriedade e o controlo exercido pela família para o funcionamento e rentabilidade financeira da empresa familiar?*

O objetivo principal do trabalho é assim perceber de que modo a influência familiar exercida sobre a empresa afeta a sua performance.

Como objetivos secundários propomos:

- Comparar a performance de EFs (segunda a definição proposta) e ENFs;
- Avaliar se a propriedade familiar influencia significativamente a performance das empresas e;
- Avaliar a existência de relação entre controlo e performance.

Destes objetivos específicos é possível deduzir as hipóteses de trabalho. Tendo por base a revisão de literatura feita antecipa-se que as EFs tenham benefícios que decorrem dos recursos e da redução dos custos de agência, embora existam estudos que concluam o oposto, e ainda outros cujos resultados indicam que o efeito familiar é nulo. A primeira hipótese pretende, assim, testar se as EFs têm uma performance superior às ENFs.

H1: As EF têm uma performance superior às ENF.

Segundo Anderson e Reeb (2003), uma potencial desvantagem das EFs, que limitam os cargos administrativos a membros da família, é a restrição na escolha de pessoal qualificado e capaz de desempenhar as suas funções. No entanto, há também a vantagem de maior controlo e influência sobre a empresa, assim como maior eficiência nos investimentos, em resultado da predominância de escolha de investimentos de longo prazo por parte das EFs, como referido anteriormente. Os resultados dos estudos analisados mostram que as EFs apresentam melhores performances que as ENFs, sendo esta relação não linear. Sugerem ainda que, quando o diretor executivo é um membro da família, a performance é superior e, assim, que a estrutura acionista familiar é uma estrutura eficiente.

A hipótese 1 pretende testar se as EFs, cuja maioria das ações e da gestão esteja em poder da família fundadora, terão melhor desempenho (quando medido pelo *ROA*, *RCP*).

Para além disso, pretende-se isolar o impacto do FIO da família na performance empresarial, pelo que é também testada a seguinte hipótese:

H2: A propriedade familiar influencia a performance das empresas.

Como referido anteriormente, Kowalewski et al. (2010) demonstraram que o FIO tem um impacto positivo na performance empresarial. Num estudo desenvolvido com dados relativos a um conjunto de empresas polacas cotadas em bolsa, estes autores provaram a existência de uma relação em forma de U invertido entre as duas variáveis. Esta relação foi atribuída, principalmente, à teoria de agência e à visão baseada nos recursos, consequência das vantagens competitivas e da eficiência das EFs (Habbershon & Williams, 1999).

É ainda expectável que exista uma relação positiva entre FIO e performance, pelo menos até uma certa percentagem de propriedade, originada pela orientação de mais longo prazo da família.

Adicionalmente pretende-se ainda testar se a percentagem de controlo pela família afeta a performance.

H3: O controlo familiar influencia a performance.

De acordo com Sciascia e Mazzola (2008), num estudo realizado com 620 empresas italianas de pequena e média dimensão não cotadas em bolsa, a existência de uma relação quadrática negativa entre o FIM e performance pode ser, principalmente, explicada por: uma orientação não monetária das EFs e pelos custos de gestão de conflitos entre gestores familiares; impossibilidade de abrir o capital social a pessoas fora da família; e impedimento de ampliar o capital intelectual através da contratação de gestores não membros da família.

Serão ainda estudados os impactos na performance de um conjunto de variáveis de controlo, nomeadamente: idade, número de trabalhadores, volume de negócios, total de ativos, dimensão, setor de atividade, e o nível de tecnologia. Tal como Sciascia e Mazzola (2008), que utilizarem a dimensão e a atividade económica para classificar as empresas em grupos, e Kowalewski et al. (2010), que utilizaram os ativos e a sua estrutura, assim como a idade e o setor industrial, como variáveis de controlo, estas variáveis são utilizadas nesta

dissertação por serem potencialmente relevantes na explicação da performance das empresas em estudo.

3.2 Dados e período temporal

Os dados utilizados para testar as hipóteses propostas basearam-se, numa fase inicial, no *Índice Global de Empresas Familiares* compilado pela Universidade de St. Gallen, na Suíça, em cooperação com o Centro de Excelência Empresarial Familiar Global da EY, e que agrega informação para as 500 maiores EFs do mundo, tendo por base as suas receitas. Este índice foi criado em 2015, com os seguintes critérios de classificação para EFs: no caso de uma empresa não cotada em bolsa, é considerada a detenção de um mínimo de 50% dos direitos de voto; no caso das empresas cotadas em bolsa, são considerados apenas 32% dos direitos de voto. O índice é atualizado anualmente. Neste estudo utilizam-se os dados mais recentes, relativos ao *ranking* construído com informação de 2017.

A partir do *Índice Global de Empresas Familiares*, selecionou-se um grupo de 224 EFs europeias, para as quais foi recolhida informação contabilística e financeira, para a posterior construção das variáveis em estudo, recorrendo, para tal, à base de dados AMADEUS¹.

Do grupo inicial, foi possível recolher dados para 217 empresas, tendo sido excluídas as empresas com menos de 4 anos consecutivos de informações, para todas as variáveis de estudo, assim como as empresas financeiras. Foram ainda excluídas duas empresas de pequena dimensão por se tratarem de *outliers*, ficando assim o grupo de teste da dissertação com 108 empresas.

Apesar da existência de uma vasta literatura que investiga EFs, é ainda reduzido o número de estudos que não se baseiam em empresas cotadas em bolsa (Pires, 2016). Esta lacuna dever-se-á principalmente à dificuldade na obtenção de dados detalhados e fiáveis (Villalonga & Amit, 2006). Assim, para a construção do grupo de controlo, partimos das 500 maiores empresas cotadas em bolsa em todo o mundo, tendo selecionado e recolhido dados apenas para as empresas europeias, das quais foram excluídas as que já constavam do grupo selecionado de EFs. Foi assim construído um grupo de controlo com 326 ENFs, do qual foram eliminadas as que não apresentavam informação na base de dados AMADEUS para um mínimo de quatro anos consecutivos, as empresas financeiras, as empresas que, segundo os critérios

¹ Criada pela editora Bureau van Dijk Electronic Publishing, que por sua vez foi fundada em 1991 por Bernard Van Ommeslaghe, após uma divisão de atividades dentro da Bureau Marcel van Dijk. Tendo sido adquirida em agosto de 2017 pela Moody's Analytics, esta empresa tem como principal objetivo o tratamento de informação de empresas privadas para o auxílio da tomada de decisão, a AMADEUS é uma das suas bases de dados contendo informação sobre 21 milhões de empresas europeias.

definidos, se consideram EF neste estudo, e ainda a única empresa de micro dimensão em toda a amostra (*outlier*). O grupo de controlo é assim constituído por 121 empresas.

Da recolha de dados resultou a amostra utilizada neste trabalho, que contém informação relativa a 229 empresas europeias, para o período de 2005 a 2018, sendo que para cada empresa constam dados relativos a um mínimo de quatro anos consecutivos e a um máximo de dez anos. Este conjunto de dados constitui um painel não equilibrado, dado que não foi possível recolher dados de 2005 a 2018 para todas as empresas.

É possível separar as empresas da amostra em dois grupos, usando a variável *dummy Def* que distinguirá entre EFs e ENFs, de modo a testar a hipótese 1.

A variável *dummy* empresa familiar (Def) terá por base a definição proposta para empresa familiar: são EFs as empresas sem capital cotado em bolsa onde pelo menos metade da propriedade (FIO) esteja na posse da família; para as empresas cotadas em bolsa o valor mínimo do FIO é de 32%. A variável *dummy* assume o valor de um para estas empresas e zero para as ENF, isto é, empresas cuja família detém menos de 50% da propriedade de uma empresa privada ou menos que 32% da propriedade de uma empresa com capital aberto ao público.

3.4 Variáveis

Tanto as variáveis dependentes como as independentes foram escolhidas tendo em conta os estudos anteriores analisados na revisão bibliográfica e em função dos dados existentes na base de dados.

Este estudo terá como variáveis dependentes de avaliação da performance financeira: o *ROA* e o *RCP*.

A primeira variável dependente a ser considerada é o *ROA*. No estudo desenvolvido por Anderson e Reeb (2003), os autores analisaram a relação entre a propriedade da família fundadora e a performance da empresa, utilizando como principais variáveis dependentes para medida da performance o Q de Tobin e a *ROA*, sendo o *ROA* a medida dos resultados líquidos por unidade de ativos em posse da empresa, calculada através do rácio entre resultados líquidos e o total dos ativos da empresa. A mesma medida de performance foi também utilizada por Erhardt, Werbel e Shradler (2003), Martínez et al., (2007), Arosa et al. (2010), Julizaerma e Sori (2012), Isik e Soykan (2013) e Pires (2016).

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100 \quad (1)$$

Krauter (2006) concluiu que as medidas de performance mais utilizadas pelas empresas para avaliar o desempenho financeiro são o rácio *ROI* e *RCP* (ou *ROE*). A variável dependente *RCP* mede a capacidade da empresa criar valor utilizando os próprios recursos, sendo por isso a rentabilidade dos capitais próprios, que resulta do rácio entre o Resultado Líquido da empresa e os seus Capitais próprios. O rácio *RCP* foi utilizado por Martínez et al. (2007) para confirmar que EFs de capital disperso em Bolsa têm uma performance superior às ENF, e por Arosa et al. (2010) para estudar o efeito da independência da administração, assim como o efeito geracional. Assim, a última variável dependente a ser considerada é o *RCP*, calculado da seguinte forma:

$$RCP = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \times 100 \quad (2)$$

As variáveis *FIO* e *FIM* são usadas como variáveis explicativas para testar as hipóteses 2 e 3.

Tal como Sciascia e Mazzola (2008), e Kowalewski et al. (2010), utilizamos como variáveis independentes o *FIO*, *FIO*², *FIM* e *FIM*².

O *FIO* diz respeito ao envolvimento familiar na propriedade, representando a percentagem (em valor absoluto) da propriedade em poder da família fundadora. O seu quadrado permitirá captar relações quadráticas do envolvimento familiar na propriedade.

O *FIM* é relativo ao envolvimento familiar na gestão. Neste estudo *FIM* corresponde à percentagem (em valor absoluto) de cargos administrativos ocupados por membros da família fundadora medido através da contabilização do número de pessoas com o apelido de família que ocupa esses mesmos cargos, e o número total de cargos administrativos. O quadrado desta variável (*FIM*²) possibilitará a identificação de possíveis relações quadráticas entre *FIM* e as variáveis dependentes.

Às já mencionadas serão ainda adicionadas as seguintes variáveis de controlo: idade, número de trabalhadores, volume de negócios, total de ativos, dimensão, setor de atividade e nível de tecnologia.

A *idade* será definida pelo logaritmo da diferença entre o ano de 2018 e o ano de criação da empresa. Este procedimento é adoptado por Anderson e Reeb (2003), Ntoun et al. (2014), Serrasqueiro et al. (2016) e Castanho (2016), que também definiram a idade através do logaritmo do número de anos da empresa. Serrasqueiro et al. (2016), concluíram que as decisões de financiamento das EFs jovens e de pequena dimensão são próximas dos

pressupostos da *Pecking Order Theory*, enquanto as EFs mais antigas e de grande dimensão são mais próximas dos pressupostos da *Trade-Off Theory*, provando que a idade e a dimensão são características fundamentais nas decisões de financiamento.

$$Idade = Ln(2018 - Ano Fundação) \quad (3)$$

Outros autores, como David (2017), Pires (2016), Martínez et al. (2007), ou Julizaerma e Sori (2012) optaram pelo uso da simples diferença entre o ano corrente e o ano da fundação, para definir a idade da empresa, tendo obtido uma relação negativa com a performance.

A *dimensão* da empresa foi objeto de estudo de muitos autores (por exemplo, Anderson e Reeb, 2003; Barbosa e Louri, 2005; Martínez et al., 2007; Serrasqueiro e Nunes, 2008; Desender et al., 2009; Arosa et al., 2010; Julizaerma e Sori, 2012; Isik e Soykan, 2013; e, Singh e Kota, 2016), quer como variável explicativa, quer como variável de controlo, sendo, no entanto, geralmente definida através de um conjunto de três parâmetros: número de trabalhadores (NT), volume de negócios (VN) e total de ativos (TA). Pires (2017) utiliza como *proxy* da medida da dimensão o logaritmo dos ativos. Serrasqueiro et al. (2016), além do logaritmo dos ativos, utilizaram também o logaritmo das vendas. David (2017) classificou as empresas como micro, pequenas, médias e grandes, de acordo com a diretiva europeia 2013/34/EU, assim como pelo logaritmo dos ativos, logaritmo do volume de negócios e logaritmo do número de funcionários.

Neste trabalho são construídas três variáveis *dummy*: Dmicro, Dpequena, Dmédia, que assumirão o valor um, caso a empresa seja uma microempresa, uma pequena entidade ou uma média empresa, respetivamente, e o valor zero em simultâneo quando se tratar de uma empresa de grande dimensão. Para a classificação das empresas em estudo quanto à dimensão, segue-se a diretiva 2013/34/EU, e as suas alterações explicitadas na diretiva 2014/95/EU. Segundo estas diretivas, a classificação das empresas é feita com base do número de trabalhadores (NT), no seu volume de negócios (VN) e no total dos seus ativos (TA):

Tabela 2 - Classificação da empresa segundo a sua dimensão

Classificação da empresa segundo a sua dimensão		Se verificar pelo menos duas das seguintes condições:
Dmicro = 1	Microempresa	NT ≤ 10; VN ≤ 700 000€; TA ≤ 350 000€
Dpequena = 1	Pequena	NT ≤ 50; VN ≤ 8 000 000€; TA ≤ 8 000 000€

Classificação da empresa segundo a sua dimensão		Se verificar pelo menos duas das seguintes condições:
Dmédia = 1	Média	NT ≤ 250; VN ≤ 40 000 000€; TA ≤ 20 000 000€
Dmicro = 0 ∩ Dpequena = 0 ∩ Dmédia = 0	Grande	NT > 250; VN > 40 000 000€; TA > 20 000 000€

Fonte: Diretiva 2013/34/EU

É expectável que a dimensão tenha uma relação positiva com a performance da empresa, em consequência de uma maior experiência e reputação, pelo que se antecipa que as empresas de maior dimensão apresentarão melhor performance.

Com a exclusão dos *outliers* de micro e pequena dimensão, apenas serão estudadas as variáveis de dimensão média e grande.

O *NT*, o *VN* e o *TA* são variáveis comuns na literatura empresarial, possibilitando a classificação de uma empresa quanto à sua dimensão, tal como nesta dissertação. Estas variáveis serão ainda estudadas de maneira independente numa tentativa de aumentar a explicação do modelo, assim como verificar a sua importância no contexto da literatura relevante.

Espera-se que o impacto do *NT* na empresa seja positivo, pois são os colaboradores que permitem à empresa aumentar a sua produção e, consequentemente, responder ao crescimento da procura e aumentar o volume de negócios. No entanto, e tal como afirmado por Rettab e Azzam (2011), com *NT* elevado começam a levantar-se questões de *moral hazard*, assim como numa estrutura de gastos fixos muito rígida.

Tal como observado por Singh e Kota (2016) ao compararem a performance de EFs e ENFs indianas cotadas em bolsa entre 2005 e 2015, é expectável que o *VN* tenha impacto positivo na performance empresarial. Estes autores concluíram ainda que as ENF têm um *VN* significativamente maior que as EF.

Anderson e Reeb (2003); Martínez et al. (2007); e Desender et al. (2009) estudaram o *TA*, usando o seu logaritmo natural, e permitem antecipar que esta variável tenha um efeito positivo na performance empresarial.

Neste contexto, o *NT* terá como *proxy* o logaritmo de *NT*. *VN* e *TA* serão medidos pela sua variação ao longo do tempo, sendo, assim, a variância do número de trabalhadores e a variância do total de ativos respetivamente, as *proxies* destas variáveis.

O *setor de atividade*, pretende refletir o impacto que a classificação CAE tem na performance da empresa, tendo sido seguida a classificação portuguesa do Instituto Nacional

de Estatística em vigor (INE, 2007), nomeadamente as vinte e uma secções classificadas de A a U do CAE-Ver 3, pelas quais serão distribuídas as empresas da amostra. Devido ao elevado número de setores existentes, alguns foram agrupados do seguinte modo: Agricultura e Pesca (secção A do CAE-Rev.3); Indústria e Energia (secção B, C, D e E do CAE-Rev.3); Construção e atividades imobiliárias (secção F e L do CAE-Rev.3); Comércio (secção G do CAE-Rev.3); Transportes, alojamento e restauração (secção H e I do CAE-Rev.3); Educação, saúde e trabalho social (secção P e Q do CAE-Rev.3); e Outros serviços (secção J, M, N, O, R, S, T e U do CAE-Rev.3).

As empresas com atividades financeiras e de seguros (secção K do CAE-Rev.3) foram excluídas da amostra. Assim, a secção K não pertence a nenhum grupo, tal como acontece em Desender et al. (2009) e Isik e Soykan, (2013). Estas empresas não são facilmente comparáveis com as restantes, devido à elevada regulamentação do setor pelo Banco Central Europeu, que limita a liquidez, ativos e capital próprio das instituições financeiras. Além disso, o facto de dinheiro ser o produto que estas entidades vendem e compram, leva a que tenham uma alavancagem financeira muito específica. A exclusão de empresas financeiras e de seguros permite remover possíveis anomalias associadas a este setor.

Tabela 3 - Agrupamento das CAE

Denominação da variável	Descrição das CAE
Dagri	Secção A – Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca
DInd	Secção B - Indústrias Extrativas
	Secção C - Indústrias Transformadoras
	Secção D – Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
	Secção E – Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento gestão de resíduos e despoluição
DConst	Secção F – Construção
	Secção L - Atividades Imobiliárias
DCom	Secção G – Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos
DTrans	Secção H – Transportes e armazenagem
	Secção I – Alojamento, restauração e similares
DEdu	Secção P – Educação
	Secção Q – Atividades de saúde humana e apoio social

Denominação da variável	Descrição das CAE
DOut	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
	Secção M – Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares
	Secção N – Atividades administrativas e dos serviços de apoio
	Secção O - Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória
	Secção R – Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas
	Secção S – Outras Atividades de serviços
	Secção T – Atividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e atividades de produção das famílias para uso próprio
	Secção U – Atividades dos organismos internacionais e outras instituições extraterritoriais

Assim, foi possível diminuir o número de variáveis relativas ao setor de atividade da empresa e aumentar os graus de liberdade.

Tendo ainda por base o setor de atividade das diversas empresas em estudo, foi construída a variável *dHigh*, que divide a amostra entre empresas altamente tecnológicas e empresas que não são de elevada tecnologia, tendo por base a nomenclatura estatística das atividades europeias na comunidade europeia - NACE Rev.2 (Eurostat, 2008) e a classificação NACE disponível na base de dados AMADEUS para cada uma das empresas em análise.

A tabela 4 apresenta o resumo das definições de todas as variáveis, assim como o efeito esperado de cada uma das variáveis explicativas na performance.

Tabela 4 – Definição das variáveis

Grupo	Variável	Proxy	Unidade de medida	Sinal esperado
Performance	<i>ROA</i>	$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$	%	
	<i>RCP</i>	$RCP = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \times 100$	%	

Grupo	Variável	Proxy	Unidade de medida	Sinal esperado
Envolvimento familiar	<i>FIO</i>	% em valor absoluto de ações em posse da família	%	+
	<i>FIM</i>	% em valor absoluto de cargos administrativos ocupados por membros da família	%	+
	<i>Def</i>	Empresa familiar	0/1	
Idade	<i>lnIdade</i>	$Idade = \ln(2018 - Ano\ Fundação)$	Ln (Anos)	+
Número de trabalhadores	<i>lnNT</i>	$NT = \ln(\text{Número de trabalhadores})$	Ln (unid.)	+
Volume de negócios	<i>varVN</i>	$VN = \text{Var}(\text{Volume de negócios})$	$[-\infty, +\infty]$	+
Total de ativos	<i>varTA</i>	$TA = \text{Var}(\text{total de ativos})$	$[-\infty, +\infty]$	+
Dimensão	<i>Dmédia</i>	Média empresa	0/1	
Setor de Atividade - CAE	<i>Dagri</i>	Agricultura e Pesca (secção A do CAE-Rev.3)	0/1	
	<i>DInd</i>	Indústria e Energia (secção B, C, D e E do CAE-Rev.3)	0/1	
	<i>DConst</i>	Construção e atividades imobiliárias (secção F e L do CAE-Rev.3);	0/1	
	<i>DCom</i>	Comércio (secção G do CAE-Rev.3); Transportes	0/1	
	<i>DTrans</i>	Transporte, alojamento e restauração (secção H e I do CAE-Rev.3)	0/1	
	<i>DEdu</i>	Educação, saúde e trabalho social (secção P e Q do CAE-Rev.3)	0/1	
Elevada tecnologia	<i>Dhigh</i>	NACE-Rev.2	0/1	

3.4 Modelo empírico

Tendo por base os modelos estimados nos estudos de Sciascia e Mazzola, (2008), Kowalewski et al., (2010) e Anderson e Reeb (2003), e tendo em conta os dados recolhidos, serão adotadas as metodologias OLS (*Ordinary Least Squares* - Mínimos Quadrados Ordinários), mínimos quadrados generalizados (GLS - *Generalized least squares*) e métodos dos momentos generalizados (GMM - *Generalized method of moments*).

O estudo empírico será desenvolvido através da estimação com OLS e utilizando dados para todas as empresas da amostra, EFs e ENFS, numa tentativa de perceber se o efeito da família, representado pela variável *Def*, é estatisticamente significativo na explicação da performance empresarial.

As metodologias GLS e GMM para dados em painel estáticos e dinâmicos, respetivamente, foram escolhidas por serem as mais adequadas às características dos dados (séries temporais) e ao objetivo deste trabalho - conhecer o impacto do envolvimento familiar na performance das empresas.

A estimação de modelos de dados em painel permite a análise dos efeitos aleatórios das variáveis construídas com os dados recolhidos (amostra de 229 empresas para um período temporal de 14 anos). A utilização desta metodologia é comum no estudo da performance empresarial e também noutros estudos de contabilidade e finanças (Fávero, 2013), tendo como principais vantagens a capacidade de estudar o impacto da passagem do tempo nos dados, e na relação das variáveis, possibilitando a gestão da heterogeneidade, assim como a redução da possível multicolinearidade entre as variáveis. Possibilita também a inclusão de variáveis *dummy*.

Foram realizadas estimações dos determinantes da performance com base em modelos de efeitos aleatórios para os dados em painel estáticos e dinâmicos, os modelos de efeitos aleatórios adequam-se a estes dados em painel por se assumir a existência de variação entre indivíduos e a variação geral entre observações, ou seja pressupomos que os efeitos individuais oscilam aleatoriamente em torno de um valor médio β_0 . Esta opção é também adequada à grande dimensão da base de dados.

O modelo de regressão que será estimado é o seguinte:

$$\begin{aligned}
 Performance_{it} &= \beta_0 + \beta_1 FIO_{it} + \beta_2 FIO_{it}^2 + \beta_3 FIM_{it} + \beta_4 FIM_{it}^2 \\
 &+ \beta_5 FIO \times FIM_{it} + \beta_6 \ln Idade_{it} + \beta_7 \ln NT_{it} + \beta_8 \text{var } VN_{it} \\
 &+ \beta_9 \text{var } TA_{it} + \beta_{10} Dmédia_{it} + \beta_{11} DInd_{it} + \beta_{12} DConst_{it} \\
 &+ \beta_{13} DCom_{it} + \beta_{14} DTrans_{it} + \beta_{15} DEdu_{it} + e_{it}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Ou

$$\begin{aligned}
 Performance_{it} &= \beta_0 + \beta_1 FIO_{it} + \beta_2 FIO_{it}^2 + \beta_3 FIM_{it} + \beta_4 FIM_{it}^2 \\
 &+ \beta_5 FIO \times FIM_{it} + \beta_6 \ln Idade_{it} + \beta_7 \ln NT_{it} + \beta_8 \text{var } VN_{it} \\
 &+ \beta_9 \text{var } TA_{it} + \beta_{10} Dmédia_{it} + \beta_{16} Dhigh_{it} + e_{it}
 \end{aligned} \tag{6}$$

Em que $Performance_{it}$ é a variável dependente, medida pelas variáveis ROA e RCP; β_j o impacto que pretendemos estimar de cada uma das variáveis de estudo na performance; FIO_{it} , FIM_{it} , $FIO \times FIM_{it}$, $Idade_{it}$, $\ln NT_{it}$, $\text{var } VN_{it}$, $\text{var } TA_{it}$, $Dmédia_{it}$, $DInd_{it}$, $DConst_{it}$, $DCom_{it}$, $DTrans_{it}$, $DEdu_{it}$ e $Dhigh_{it}$ são as variáveis independentes; e_{it} é o erro aleatório com distribuição normal; i representa a empresa; e t representa o ano.

São calculadas as correlações entre as variáveis independentes. Tendo em atenção possíveis problemas de multicolinearidade, são calculados os VIFs máximos para todos os modelos e é feito um diagnóstico de multicolinearidade. A adoção da metodologia GMM permite ultrapassar possíveis problemas de endogeneidade.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Caracterização da amostra e análise descritiva

Para a caracterização da amostra foi realizada a análise descritiva dos dados, tendo resultado dessa análise as seguintes estatísticas descritivas de toda a amostra.

Tabela 5 – Estatística descritiva de toda a amostra

Grupo	Variável	N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Variáveis Dependentes	ROA	2 130	5,909	7,534	-45,4	65,12
	RCP	2 121	15,263	36,090	-944,84	272,86
Idade	LnIdade	2 130	4,097	0,944	0	6,22
Trabalhadores	LnNT	2 087	9,618	1,954	0,69	13,33
Volume de negócios	VarVN	1 894	1,608	40,902	-1	1 672,58
Total ativos	VarTA	1 905	0,167	3,022	-0,9	129,14
Emp familiar	Def	2 130	0,472	0,499	0	1
	FIO	1 005	0,765	0,243	0,33	1
Envolvimento Familiar	FIO ²	1 005	0,643	0,356	0,11	1
	FIM	940	0,125	0,189	0	1
	FIM ²	940	0,051	0,163	0	1
	FIOxFIM	977	0,087	0,192	0	1
Setor de atividade	Dind	2 130	0,372	0,483	0	1
	Dconst	2 130	0,027	0,163	0	1
	Dcom	2 130	0,154	0,361	0	1
	Dtrans	2 130	0,054	0,225	0	1
	Dedu	2 130	0,004	0,061	0	1
Dimensão	DMédia	2 130	0,026	0,159	0	1
	Dgrande	2 130	0,974	0,159	0	1
Alta tecnologia	DHigh	2 130	0,260	0,439	0	1

4.1.1. Variáveis de Performance

No que diz respeito às variáveis dependentes: ROA; e, RCP, foi possível verificar através da análise descritiva (tabela 5) que existem 2 130 observações de performance para o ROA e 3 121 observações para o RCP. Em média, a performance medida pelo ROA é de 5,909% pelo que, por cada 100 euros de ativo num determinado ano são gerados 5,909 euros de Resultado Líquido. O valor mínimo e máximo observado para o ROA foi de -45,4 e 65,12, respetivamente. Um ROA negativo poderá dever-se ao facto de nesse ano o Resultado líquido ter sido negativo, o que por sua vez pode estar associado ou a um nível de receitas abaixo do previsto, ou a elevada despesa, situação que pode ser preocupante, principalmente se acontecer de forma consistente ao longo do tempo.

Relativamente à performance medida pelo RCP, obteve-se uma média anual de 15,263%, o que significa que, por cada 100 euros de capitais próprios foram gerados 15,263 euros de

Resultado Líquido. Tal como no caso do ROA, também para o RCP é observado um valor mínimo negativo, o que se deve também à existência de Resultados Líquidos negativos. No entanto, neste caso o mínimo e máximo estão muito mais afastados da média, o que se traduz num desvio padrão muito elevado de 36,090, comparativamente ao valor de 7,534 no caso do ROA.

A maior dispersão do RCP, que compreende valores mínimos e máximos de, respetivamente -944,84 e 272,86, pode ser explicada pela estrutura de capitais da empresa. As empresas com RCP baixos têm uma estrutura de capitais com elevados capitais próprios e, quando negativos, têm também resultados líquidos negativos. As empresas com RCP elevado têm uma estrutura baseada em baixos capitais próprios ou, por outro lado, podem ter elevados resultados líquidos. Também neste caso, situações em que o RCP é negativo devem apenas ocorrer pontualmente e/ou nos primeiros anos da empresa.

Comparativamente com os resultados de Julizaerma e Sori (2012), os valores das estatísticas descritivas do ROA são similares aos obtidos. Obtiveram um ROA médio de 3,41% com uma menor dispersão de dados. Isik e Soykan (2013) obtiveram em média um ROA de 3,03% tendo, no entanto, observado uma maior dispersão de dados. Arosa, et al., (2010) obtiveram um ROA médio de 6,42%. Também Pires (2016) obteve resultados muito semelhantes com um valor médio de ROA de 3,05% e desvio padrão de 7,00.

4.1.2. Variáveis de Envolvimento Familiar

Relativamente à análise descritiva das variáveis de envolvimento familiar (ver tabela 5), verificou-se que o FIO mínimo observado foi de 0,33 e o máximo de 1 para as 1005 observações estudadas. Estes valores mínimos e máximos são parcialmente consequência do modo de construção da variável, visto que 33% ser o ponto de corte definido para a classificação das empresas como EF, o máximo de 1 está no ponto oposto do espectro, ao implicar que a totalidade das ações esteja em poder de uma única família. O FIO médio é de 0,765, o que significa que nas EF, em média 76,5% das ações, estão em posse da família.

Da análise descritiva da variável FIM, para 990 observações, a média é 0,125, o que implica uma influência média da gestão de apenas 12,5%, com valores mínimos de 0 e máximos de 1. Assim, tanto existem EFs que não exercem influência familiar pela gestão, como as que o fazem ocupando todos os cargos existentes.

Comparando as médias do FIO e do FIM, existe em média maior percentagem de influência familiar através da detenção de ações (76,5%) do que através da ocupação de cargos de gestão (de apenas 12,5%).

Relativamente a outros estudos, como Villalonga e Amit (2006), que obteve um FIO médio de 0,16 com desvio padrão de 0,18 para o conjunto de EF (valor obtido com critérios menos restritos) e um FIO médio de 0,28 com desvio padrão de 0,20 (para um conjunto de EF identificado com critérios mais restritos), o FIO médio obtido é muito inferior. De Massis, Kotlar, Campopiano e Cassia (2015) obtiveram resultados mais próximos, mas também inferiores: FIO médio de 0,50. Sciascia e Mazzola (2008) obtiveram resultados muito similares aos do presente estudo: FIO médio de 77,24% e FIM médio de 63,22%, valor que é superior ao de 12,5% obtido com a presente análise.

4.1.3. Variáveis de Controlo

A variável *Lnidade* apresenta um valor médio de 4,097, o que significa que a idade média das empresas é de 60,2 anos ($e^{4,097}$). Tal como em Anderson & Reeb (2003), cuja amostra de empresas tem idade média de 85 anos, neste caso as empresas caracterizam-se também pela longevidade.

O número médio de *Lntrab* é de 9,618, significando que em média cada empresa tem 15 033 trabalhadores ($e^{9,618}$).

A variação média do *volume de negócios* é 1,608, o que significa que em média de um ano para o seguinte as empresas observaram um aumento de 160,8%.

Relativamente à variável *Vartact*, a variação média do total de ativos é de 0,167, o que se traduz num aumento médio do TA de 16,7%.

Analisando a variável *Def*, que indica se uma empresa é ou não familiar, foi obtida uma média de 47,2% de EF, verificando-se que a amostra é constituída tanto por EF como ENF (tal como o pretendido para o desenvolvimento do estudo).

No que diz respeito ao setor de atividade, 37,2% das observações da amostra são relativas a empresas de Indústria e Energia, 15,4% são de Comércio, 5,4% do setor Transportes, alojamento e restauração, 2,7% estão ligadas ao setor Construção e atividades imobiliárias, e 0,4% pertencem ao sector da educação, saúde e trabalho social. Os restantes 38,9% das empresas estão englobadas em outros serviços. As empresas do setor financeiros e de seguros foram excluídas da amostra.

Relativamente à variável Dimensão é possível observar, com uma percentagem de 97,4%, que as empresas de grande dimensão constituem uma maioria muito significativa desta amostra, seguidas pelas empresas de média dimensão, 2,6%. As empresas de pequena dimensão e as microempresas foram também excluídas por serem *outliers*.

Em relação à variável Dhigh, que indica se a empresa tem ou não uma natureza altamente tecnológica, observou-se que 26,0% das empresas da amostra são empresas de alta tecnologia.

4.1.4. Análise comparativa de ENF e EF

Para comparar EFs e ENFs foram realizadas análises descritivas separadas, cujo resultado é apresentado na tabela 6.

Tabela 6 – Estatística Descritiva para ENF e EF

Grupo	Variável	ENF					EF				
		N	Média	Desvio-Padrão	Mín	Máx	N	Média	Desvio-Padrão	Mín	Máx
Variáveis Dependentes	ROA	1 125	5,306	6,78	-39,87	61,12	1 005	6,584	8,249	-45,4	65,12
	RCP	1 125	14,363	32,522	-484,03	272,86	996	16,279	39,728	-944,84	256,59
Idade	LnIdade	1 125	3,848	1,044	0	6,22	1 005	4,376	0,722	0	5,86
Trabalhadores	LnNT	1 106	10,023	1,84	1,1	13,28	981	9,161	1,979	0,69	13,33
Volume de negócios	varVN	1 002	0,296	7,464	-0,84	236,21	892	3,082	59,057	-1	1672,58
Total ativos	VarTA	1 006	0,093	0,446	-0,87	8,41	899	0,25	4,373	-0,9	129,14
Envolvimento Familiar	FIO						1 005	0,765	0,243	0,33	1
	FIO ²						1 005	0,643	0,356	0,11	1
	FIM						940	0,125	0,189	0	1
	FIM ²						940	0,051	0,163	0	1
	FIOxFIM						977	0,087	0,192	0	1
Setor de atividade	Dind	1 125	0,44	0,497	0	1	1 005	0,296	0,457	0	1
	Dconst	1 125	0,026	0,159	0	1	1 005	0,029	0,167	0	1
	Dcom	1 125	0,134	0,341	0	1	1 005	0,175	0,38	0	1
	Dtrans	1 125	0,066	0,248	0	1	1 005	0,04	0,196	0	1
	Dedu	1 125	0	0	0	0	1 005	0,008	0,089	0	1
Dimensão	DMédia	1 125	0,015	0,122	0	1	1 005	0,038	0,191	0	1
	Dgrande	1 125	0,985	0,122	0	1	1 005	0,962	0,191	0	1
Alta tecnologia	DHigh	1 125	0,337	0,473	0	1	1 005	0,174	0,379	0	1

A análise descritiva dos dados com EF e ENF separadas mostra que, relativamente às variáveis independentes, as EF têm, em média, melhor performance (avaliada com as variáveis ROA e RCP).

A comparação dos valores médios das restantes variáveis independentes indica que as EF são mais velhas, têm maior variação de volume de negócios, e do total de ativos, e têm menor número de trabalhadores (9 519 e 22 539 trabalhadores, respetivamente em EF e ENF). Relativamente às variáveis *dummy* setoriais, as EF têm maior predominância nos setores da construção, comércio e educação, e as ENF no setor industrial e transportes. As ENF têm maior percentagem de empresas de grande dimensão, sendo as de média dimensão predominantes no grupo das EF. As ENFs são em média mais tecnológicas.

Para avaliar se as diferenças observadas são estatisticamente significativas, foram realizados testes às diferenças de médias entre EF e ENF. Os resultados obtidos são apresentados na tabela 7:

Tabela 7 – Teste de diferenças de médias entre ENF e EF

	Não familiares	Familiares	t-stat
Nº Empresas	120	106	
ROA	5,306	6,584	-3,921***
RCP	14,363	16,279	-1,22
LnIdade	3,848	4,376	-13,415***
LnTrab	10,023	9,161	10,313***
varvolneg	0,296	3,082	-1,48
Vartact	0,093	0,25	-1,131
Dind	0,44	0,296	6,962***
Dconst	0,026	0,029	-0,436
Dcom	0,134	0,175	-2,617***
Dtrans	0,066	0,04	2,662***
edu	0	0,008	-3,003***
DMédia	0,985	0,962	-3,304***
Dgrande	0,337	0,174	3,304***
DHigh	0,334	0,172	8,694***

As estatísticas de teste são significativas para os níveis 10% (), 5% (**) e 1%(***)*.

A tabela 7 apresenta o teste relativo às diferenças de médias entre EFs e ENFs, em que EFs representam 46,9% das empresas da amostra. A análise do *ROA* indica que as EFs têm significativamente maior rentabilidade dos ativos, com um nível de confiança de 1% (*ROA* médio de 6,584% face ao *ROA* de 5,306% das ENFs), atestando que as EF têm uma performance significativamente superior às ENF, o que permite aceitar a hipótese 1 deste trabalho. Verifica-se que as EF têm uma performance superior às ENF, suportando a conclusões de Martínez et al. (2007).

A diferença entre o *RCP* médio de 14,363% das ENFs e de 16,279% das EFs não é significativa para nenhum dos níveis de confiança testados, o que indica que ambos os tipos de empresas aplicam os seus capitais próprios de maneira semelhante.

Relativamente à *idade*, as ENFs são significativamente mais novas (média de 46,9 anos) do que as EFs (média de 79,5 anos), para um nível de significância de 1%.

As diferenças na *variação de volume de negócios* e no *total de ativos* não são significativamente diferentes entre ENFs e EFs, para nenhum dos níveis de significância estudados.

Relativamente aos setores de atividade, comparando ENFs e EFs, todas a diferenças observadas são estatisticamente significativas para o nível de 1%, com exceção do setor da construção para o qual a diferença observada não é significativa para os níveis definidos (1%, 5% e 10%). No que diz respeito ao estudo das diferenças nas *dimensões* das ENFs e EFs, todas as diferenças são estatisticamente significativas para o nível de 1%.

A percentagem de ENFs com *elevada tecnologia*, 33,4%, é significativamente superior aos 17,2% de EFs classificadas desta forma, para um nível de significância de 1%.

Conclui-se, assim, através do teste de diferenças de médias entre ENF e EF, que a diferença entre as duas amostras se confirma, com exceção das variáveis *RCP*, *Varvolneg*, *Vartact* e *Dconst*.

4.1.5. Matriz de Correlações

A Tabela 8 contém os valores da matriz de correlações.

Tabela 8 – Matriz de correlações

	ROA	RCP	LnIdade	LnTrab	varvolneg	Vartact	FIO	FIO ²	FIM	FIM ²	FIOxFIM
ROA	1										
RCP	0,5150 ^c	1									
LnIdade	0,0846 ^c	0,0344	1								
LnTrab	-0,0108	-0,0084	0,0716 ^c	1							
varvolneg	0,0042	0,0003	-0,044 ^b	-0,0748 ^c	1						
Vartact	-0,0054	0,0035	-0,0560 ^b	-0,0827 ^c	0,9288 ^c	1					
FIO	-0,0473	-0,0532 ^a	0,0947 ^c	-0,0801 ^b	-0,0029	0,0097	1				
FIO ²	-0,0611 ^a	-0,0529 ^a	0,0850 ^c	-0,0871 ^c	-0,0073	0,0034	0,9955 ^c	1			
FIM	-0,0332	-0,0576 ^a	-0,2618 ^c	0,0974 ^c	-0,0119	0,0392	0,2056 ^c	0,2022 ^b	1		
FIM ²	-0,031	-0,0289	-0,2102 ^c	0,0509	-0,0165	0,0349	0,1359 ^c	0,1320 ^c	0,9287 ^c	1	
FIOxFIM	-0,0504	-0,0362	-0,0009	0,0195	-0,0192	-0,0167	0,3098 ^c	0,3208 ^c	0,3141 ^c	0,3203 ^c	1

As estatísticas de teste são significativas para os níveis 10% (a), 5% (b) e 1%(c).

Os valores da tabela 8 indicam a existência de possíveis problemas de correlação entre a variação do TA e variação de VN, entre FIM e FIM² e entre FIO e FIO². Estes não estão presentes nos restantes casos.

De modo a testar a existência de problemas de multicolinearidade entre a variância do TA e a variância do VN, realizou-se um diagnóstico de multicolinearidade (comando *Collin*) tendo sido obtido um *condition number* de 5,20. Este valor indica que existe uma baixa instabilidade dos coeficientes da regressão, eliminando-se, assim, a hipótese de problemas de multicolinearidade entre as duas variáveis.

A alta correlação entre FIM e FIM² e entre FIO e FIO² é expectável visto que FIM² é o quadrado de FIM e FIO² o quadrado de FIO, sendo assim a natureza da construção das variáveis que explica esta relação. FIM, FIO e os seus quadrados vão ser mantidos no modelo tendo em conta os resultados de estudos anteriores (Sciascia e Mazzola, 2008 e Kowalewski et al., 2010) em que, a relação entre a influência familiar e a performance empresarial foi identificada como tendo a forma de um U invertido.

4.2. Análise dos resultados do estudo empírico

Para investigar se o envolvimento da família determina a performance das médias e grandes empresas familiares e não familiares (medido pelas *proxies* ROA e RCP) estimaram-se quatro modelos utilizando OLS, cujos resultados se encontram na tabela 9. Nesta tabela podem ser observados os resultados obtidos para a estimação dos coeficientes das variáveis independentes, com os valores relativos ao teste Z^2 entre parêntesis, o número de observações usadas em cada modelo, o valor máximo dos VIF das variáveis independentes de cada modelo, os valores do teste F e o do R^2 ajustado.

Tabela 9— Resultados da análise de regressão linear

Variáveis		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
		ROA		RCP	
Empresa Familiar	Def	1,041*** (2,93)	1,213*** (3,4)	0,923 (0,5)	0,949 (0,51)
Idade	ln(Idade)	0,516*** (2,76)	0,318* (1,68)	1,201 (1,22)	1,242 (1,24)
Nº trabalhadores	ln (NT)	0,032 (0,32)	0,045 (0,47)	0,454 (0,89)	0,464 (0,9)
Volume de negócios	var (VN)	0,011 (1,06)	0,006 (0,56)	-0,009 (-0,16)	-0,005 (-0,08)
Total de ativos	var (TA)	-0,162 (-1,1)	0,032 (0,22)	0,051 (0,07)	-0,030 (-0,04)
Dimensão	Dmédia	1,464 (1,15)	3,834*** (2,87)	13,751** (2,03)	13,161*** (1,87)
Setor de Atividade - CAE	DInd		0,309 (0,81)		-2,320 (-1,16)
	DConst		1,721* (-1,65)		6,352 (1,16)
	DCom		0,592 (1,21)		5,650** (2,19)
	DTrans		0,612 (-0,82)		3,677 (0,93)
	DEdu		17,803*** (-5,57)		5,116 (0,25)
	Elevada tecnologia			-3,576* (-1,79)	
	Dhigh	0,295 (0,77)			
Nº observações		1 862	1 862	1 854	1 854
Max VIF		9,41	9,41	9,95	9,95
F		3,65***	5,78***	1,41	1,67*
R² ajustado		0,010	0,028	0,002	0,004

As estatísticas de teste são significativas para os níveis 10% (), 5% (**) e 1% (***).*

Entre parênteses são apresentados os valores relativos ao teste Z.

² O teste Z permite testar se a diferença entre a média amostral e populacional é estatisticamente significativa. Este teste tem por base a distribuição normal, tal como o teste T. O teste Z é, no entanto, mais adequado por se adaptar melhor à grande dimensão da amostra.

A variável dependente nos modelos 1 e 2 é ROA e nos modelos 3 e 4 é RCP.

Relativamente às estatísticas de ajustamento dos modelos, analisando os valores da estatística do teste F para os modelos 1, 2 e 4, verifica-se que é significativa para valores que vão dos 1% aos 10%, sendo que o modelo 3 não apresenta qualquer significância estatística. Assim, confirma-se o ajustamento dos modelos. Dos três modelos, o que apresenta maiores valores para a estatística F é o 2.

No que diz respeito aos valores do R^2 ajustado observam-se valores reduzidos, no entanto esta situação é normal neste tipo de estudos como comprovado, por exemplo, em Chrisman, Chua e Litz (2004) e Sciascia e Mazzola (2008).

Face aos valores obtidos para a estatística do teste F e para o R^2 ajustado, optamos por continuar apenas com a *proxy* ROA para medir a performance das empresas em estudo (o mesmo acontece em Ntoun et al., 2014). Assim, a análise que em seguida é apresentada para cada uma das variáveis é efectuada tendo por base os resultados dos modelos 1 e 2.

A variável *Def* (que define se a empresa é ou não familiar, e assim pretende captar o envolvimento familiar nas empresas) tem um impacto positivo e estatisticamente significativo (para níveis de 1%), o que indica que, na nossa amostra, o envolvimento familiar contribui para o aumento da performance da empresa (quando este é medido pelo ROA). Este resultado está de acordo com as conclusões de Lee (2006) e Villalonga e Amit (2006) e permite não rejeitar a hipótese 1 deste trabalho, de que o envolvimento familiar influencia a performance empresarial.

Relativamente à variável *Idade*, com a *proxy* de $\ln(idade)$, o resultado obtido indica a existência de um impacto positivo e estatisticamente significativo entre os 1% e os 10% (modelo 1 e 2, respetivamente), o que sugere que, à medida que a idade da empresa aumenta, a sua performance (medida pelo ROA) melhora, em linha com as conclusões de Serrasqueiro et al. (2016) e Ntoun et al. (2014).

De acordo com o modelo 2, as empresas dos sectores de atividade da educação e construção apresentam melhores performances do que as de outros sectores (nível de significância de 1 e 10%, respetivamente).

No que diz respeito às variáveis *NT*, *VN* e *TA* (que são utilizadas como *proxies* da dimensão empresarial) nenhuma influencia de forma estatisticamente significativa a performance empresarial.

As empresas de média dimensão apresentam melhores performances do que as de grande dimensão na amostra em estudo (apenas no caso do modelo 2 onde a variável *Dmédia* é positiva e estatisticamente significativo para 1%).

De acordo com o modelo 1, a variável *Dhigh* (que classifica empresas de elevada tecnologia) não apresenta impacto estatisticamente significativo, indicando que na amostra em estudo o facto de as empresas serem consideradas como *high-tech* não conduz a que apresentem melhores performances.

A análise dos valores estimados para o modelo 2 sugere que a variável *Def*, a variável *ln(Idade)*, a *dimensão* e o setores da construção e da educação são determinantes da performance medida pelo ROA. No estudo de empresas polacas desenvolvido por Kowalewski, et al. (2010), foram identificados como determinantes do ROA o valor desfasado do ROA (*lagged ROA*), o *total de ativos*, (o que se diferencia dos resultados da Tabela 9), e a variável *dummy* das EFs, tal como acontece no presente estudo. Contudo, para Kowalewski, et al. (2010) a *idade* não foi significativa na explicação do ROA (as variáveis *dimensão* e *setores de atividade* não foram estudados pelos autores).

Como determinantes da performance, medida pelo ROE, são identificados no modelo 3 a *dimensão* e a *dummy* das empresas altamente tecnológicas, e a *dimensão* e o setor do comércio no modelo 4. Kowalewski, et al. (2010) obtiveram neste caso como determinantes da performance a *empresa ser familiar*, a *liquidez*, e *lagged ROE*.

Os modelos 1 e 2 sugerem assim que o envolvimento familiar ajuda a explicar a performance. Definiram-se subsequentemente mais três modelos que integram as variáveis *FIO*, *FIO*², *FIM* e *FIM*² para testar as restantes hipóteses em estudo.

Os resultados para a estimação dos modelos 5, 6 e 7 (dados em painel com efeitos aleatórios), considerando *ROA* como *proxy* da performance são apresentados na tabela 10.

O modelo 5 foi estimado com dados relativos apenas às empresas não familiares, enquanto os restantes modelos (6 e 7) foram estimados com dados relativos a empresas familiares. Pretendendo-se com esta divisão investigar se os determinantes da performance das ENF são diferentes dos das EF, testando assim as hipóteses em estudo.

Tabela 10- Resultados dos modelos de dados em painel estáticos, efeitos aleatórios

Variáveis		Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
		ENF	EF	EF
Envolvimento Familiar	FIO		60,445*	60,579*
			(1,79)	(1,73)
	FIO ²		-42,725*	-42,925*
			(-1,85)	(-1,78)
	FIM		-2,180	-3,694
			(-0,20)	(-0,31)
	FIM ²		-0,294	2,352
			(-0,02)	(0,15)
	FIOxFIM			0,892
				(0,20)

Variáveis		Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7
		ENF	EF	EF
Idade	ln(Idade)	0,731* (1,80)	-0,781 (-0,69)	-0,768 (-0,67)
Nº trabalhadores	ln (NT)	0,105 (0,53)	-0,257 (-1,01)	-0,280 (-1,08)
Volume de negócios	var (VN)	0,008 (0,41)	0,031*** (3,94)	0,031*** (3,88)
Total de ativos	var (TA)	-0,958*** (-2,69)	-0,160 (-0,26)	-0,146 (-0,23)
Dimensão	Dmédia	3,593 (0,95)	6,316 (1,10)	6,071 (1,03)
Sector de Atividade - CAE	DInd		-1,057 (-0,58)	-1,020 (-0,55)
	DConst		-5,964 (-1,13)	-5,880 (-1,09)
	DCom		-0,586 (-0,28)	-0,633 (-0,29)
	DTrans		-1,841 (-0,47)	-1,876 (-0,47)
	DEdu		(omitted)	(omitted)
Elevada tecnologia	Dhigh	-0,378 (-0,40)		
Nº observações		986	820	799
Nº grupos		120	98	95
Max VIF		9,41	9,41	9,41
Wald		11,23*	26,3**	25,72**
R² between		0,0113	0,0664	0,0654

As estatísticas de teste são significativas para os níveis 10% (), 5% (**) e 1% (***).
Entre parênteses são apresentados os valores das estatísticas z para cada variável.*

Os valores do R^2 between para estes modelos são baixos, tal como aconteceu com os modelos 1 a 4 (verifica-se igualmente em Chrisman et al., 2004 e Sciascia e Mazzola, 2008).

Os valores da estatística do teste *Wald* para os modelos 5, 6 e 7 permitem concluir que os três modelos são ajustados (o modelo 5 para um nível de significância de 10% e os modelos 6 e 7 para um nível de significância de 5%).

Analisando os modelos 6 e 7, e logo as EF, as estimativas dos coeficientes das variáveis *FIO* e FIO^2 (que quantificam a percentagem de ações detidas por membros da família, e o quadrado dessa percentagem) são estatisticamente significativas a 10%, o que indica que a variável *FIO* afeta positivamente o ROA (com significância a 10%) e que a variável FIO^2 tem um efeito negativo sobre o mesmo (nível de significância de 10%). Este resultado é qualitativamente semelhante ao obtido por Kowalewski et al. (2010), e permite concluir que a relação entre *FIO* e a performance da empresa é quadrática e segue a forma de U invertido. Estes resultados indicam também que a hipótese 2 deste estudo não é rejeitada, e que a propriedade familiar influencia a performance das empresas. Tal como apontado por Kowalewski et al. (2010), esta relação pode ser justificada pelas vantagens competitivas, pela eficiência e pela orientação de longo prazo das EFs.

Relativamente às variáveis *FIM* e *FIM*², ambas não apresentam significância estatística na explicação da performance, rejeitando-se assim a hipótese 3 de que o controlo familiar influencia a performance para esta amostra. Kowalewski et al. (2010) obtiveram resultados similares, ao representar *FIM* pela ocupação do cargo de presidente do conselho de administração por um membro da família.

Este resultado pode ser explicado pelo facto de os cargos administrativos (Comissão administrativa) não fazerem parte da gestão diária da empresa (gestão operacional), estando limitados à supervisão da gestão devido à estrutura organizacional (Kowalewski et al., 2010).

A estimação do modelo 7 mostra que a variável *FIOxFIM* (que tenta captar a relação entre *FIO* e *FIM*) não influencia a performance empresarial. Este resultado está em linha com o estudo de Sciascia e Mazzola (2008), que não encontraram nenhuma relação entre *FIOxFIM* e a performance. Pode assim concluir-se que *FIM* e *FIO* não interagem na influência da performance, confirmando que o ROA é apenas afetado pela percentagem de ações detidas por membros da família (Sciascia e Mazzola, 2008).

No modelo 5, a *Idade* influencia positivamente, e com significância estatística de 10%, a performance das empresas não familiares da amostra, em linha com a informação da tabela 9.

Tal como já se havia concluído para as empresas familiares, o número de trabalhadores, não influencia significativamente a performance das empresas não familiares.

O *volume de negócios*, medido pela sua variação, apresenta um impacto positivo na performance das empresas familiares, para um nível de significância de 1% nos modelos 6 e 7.

Analisando a variação do *total de ativos*, observa-se no modelo 5, para as empresas não familiares, a existência de um impacto negativo para um nível de significância de 1%. Nos modelos 6 e 7 esta variável não é estatisticamente significativa (o mesmo acontece, por exemplo em Kowalewski et al., 2010).

No caso destes modelos, o facto de a empresa ser de *média dimensão* não parece apresentar nenhuma vantagem para a sua performance, relativamente ao facto de ser de grande dimensão, tanto no caso das empresas não familiares como nas familiares.

Em relação aos *setores de atividade*, a variável não é estatisticamente significativa, não influenciando a performance em nenhum dos modelos. O mesmo acontece com a classificação de *Hightech*.

Resumindo, a performance das ENFs é significativa e positivamente influenciada por *ln(Idade)* e negativamente por *var (TA)*.

A performance das EFs é significativa e positivamente influenciada por *var (VN)* e por *FIO*, e de forma negativa por *FIO*².

Há assim uma diferença substancial no que diz respeito às variáveis que afetam a performance de EFs e ENFs, já que *ln da Idade* e a *variação do TA* determinam apenas a performance das ENFs, e a *variação do VN* e a *dimensão* determinam apenas a performance das EFs. Esta diferença pode ser justificada pela orientação de longo prazo da família (Sirmon & Hitt, 2003; Amat, 2000; Anderson & Reeb, 2003). Uma vez que existe uma preocupação com a continuidade geracional, antecipa-se a orientação de longo prazo dos investimentos, que explicará o facto de *TA* não ter variações significativas de ano para ano, assim como as pequenas alterações da performance ao longo do tempo.

De modo a eliminar suspeitas de problemas de endogeneidade entre as variáveis para o caso da amostra relativa às empresas familiares³, foram ainda estimadas regressões através do método GMM - *Generalized method of moments*, cujos resultados constam da tabela 11.

Tabela 11- Resultados dos modelos de dados de painel dinâmicos

Variáveis		Modelo 8	Modelo 9
		EF	EF
Envolvimento Familiar	FIO		60,881** (2,02)
	FIO ²		-43,726** (-2,07)
	FIM		-1,441 (-0,16)
	FIM ²		1,391 (0,15)
	FIOxFIM		-0,104 (-0,03)
Idade	ln(Idade)	-0,648 (-0,78)	-0,146 (-0,14)
Nº trabalhadores	ln (NT)	0,005 (0,02)	-0,098 (-0,32)
Volume de negócios	var (VN)	-0,017 (-0,35)	0,039** (2,04)
Total de ativos	var (TA)	0,310 (0,51)	1,335 (0,79)
Dimensão	Dmédia	5,073 (1,18)	10,559*** (4,43)
Setor de Atividade - CAE	DInd	0,087 (0,05)	
	DConst	-2,955* (-1,87)	
	DCom	-0,471 (-0,33)	
	DTrans	-2,721** (-2,14)	
	DEdu	-22,168*** (-4,65)	
Elevada tecnologia	Dhigh		-0,736 (-0,36)

³ Foram igualmente estimados modelos de dados de painel dinâmicos para a amostra de empresas não familiares. Os resultados obtidos não permitiram obter conclusões diferentes das já alcançadas no modelo 5 e assim optou-se por não os apresentar.

Variáveis	Modelo 8	Modelo 9
	EF	EF
Nº observações	876	799
Nº Instrumentos	15	16
Nº grupos	106	95
Wald	1557,21***	89***
AR (1) p-value	0,006	0,018
AR (2) p-value	0,858	0,161
Hansen p-value	0,77	0,291
Sargan	50,55***	30,21***
Difference in Hansen p-value	0,79	0,178

As estatísticas de teste são significativas para os níveis 10% (), 5% (**) e 1% (***).
Entre parênteses são apresentados os valores das estatísticas z para cada variável.*

Nos modelos 8 e 9 a variável dependente considerada para medir a performance é o ROA. A estatística do teste *Wald* é significativa a 1% para ambos os modelos.

O modelo 8, além de ter um *Wald* significativo, também já tem algumas das variáveis de setores significativas, nomeadamente o setor de construção a 10%, o setor de transportes a 5% e o setor da educação a 1%.

O modelo 9 consubstancia as conclusões do modelo 7, e elimina a suspeita de endogeneidade. Os seus resultados indicam que FIO tem um impacto positivo na performance (com um nível de significância de 5%), e que FIO² afeta negativamente o ROA (nível de significância de 5%), corroborando igualmente os resultados de Kowalewski et al. (2010) relativos à existência de uma relação em forma de U invertido. De acordo com os mesmos, a hipótese 2 não é rejeitada. Neste caso, tal como no modelo 7 (e ao contrário do esperado) as variáveis *FIM* e *FIM*² não são significativas para a explicação da performance. O mesmo se verifica com a variável *Family chairman* no estudo de Kowalewski et al. (2010). O facto de nem *FIM* nem *FIM*² influenciarem a performance das EFs leva novamente à rejeição da hipótese 3 deste estudo. Esta rejeição pode ter diversas explicações, nomeadamente o facto de a variável ter por base cargos de administração, que possivelmente por não estarem tão envolvidos na gestão diária da empresa podem ter capacidade limitada para afetar a performance, por comparação com os cargos de gestão operacional.

Analisando as restantes variáveis do modelo 9 conclui-se que a variável *FIOxFIM* não influencia significativamente o ROA, para nenhum dos níveis estudados, e logo que a relação entre FIM e FIO não determina a performance das empresas (tal como acontece em Sciascia e Mazzola, 2008). Este resultado pode ser explicado pela forma como foi construída a variável, sendo recomendado que, em estudos futuros, a mesma tenha por base a percentagem de membros da família que são, em simultâneo, detentores de cargos de gestão e acionistas.

O logaritmo da idade e do NT, bem como a variância do TA, não afetam significativamente a performance empresarial, ao contrário da variância do VN que tem um

impacto significativo positivo (5%) no ROA. Com um nível de significância de 1% a dimensão média afeta positivamente a performance face as empresas de grande dimensão.

De acordo com o modelo 10, a *Dhigh* não afeta significativamente o ROA das empresas em estudo.

Resumidamente, os resultados da estimação do modelo 9 sugerem que as EFs são positivamente influenciadas pelo *FIO*, pela *variância do volume de negócios* e pela *dimensão* da empresarial. O ROA das EFs é ainda influenciado negativamente por FIO^2 , o que corrobora a existência de uma relação em forma de U invertido entre o envolvimento familiar na gestão da empresa e a sua performance.

5. CONCLUSÕES

O objetivo do presente estudo consistiu em investigar a influência familiar, consubstanciada no envolvimento familiar na propriedade e na gestão, na performance das empresas familiares, medida pela Rendibilidade dos Capitais Próprios e pela Rendibilidade dos Ativos. Com este fim, foram recolhidos dados relativos a 108 empresas familiares (pertencentes ao *Índice Global de Empresas Familiares*) e a 121 empresas não familiares, resultando numa amostra com 229 empresas europeias provenientes da base de dados AMADEUS.

As metodologias adotadas para estimar os modelos considerados nesta investigação foram o método dos mínimos quadrados ordinários, dos mínimos quadrados generalizados e dos momentos generalizados.

Os resultados da análise empírica permitiram concluir que, embora a propriedade afete positivamente a performance das empresas, o controlo exercido pela família através da gestão da mesma não tem um efeito significativo sobre a mesma. Indicam também que as EF têm melhor performance que as ENF (e por isso a H1: *As EF têm uma performance superior às ENF* não é rejeitada), que a influência familiar através da propriedade afeta positiva e significativamente a performance (a H2: *A propriedade familiar influencia a performance das empresas* não é rejeitada), e que a influência familiar através da gestão não é significativa na explicação da performance (suportando a rejeição de H3: *O controlo familiar influencia a performance*).

O Ln da Idade, a *variação do TA*, a *variação do VN* e a *dimensão*, são variáveis de controlo que se esperava terem impacto na performance. No entanto, é interessante perceber que o *Ln da Idade* e a *variação do TA* apenas são determinantes da performance das ENFs, e que a *variação do VN* e a *dimensão* apenas determinam a performance das EFs. A diferença no impacto destas variáveis pode estar ligada à orientação de longo prazo da família, uma vez que a preocupação com as gerações seguintes pode traduzir-se na ausência de alterações significativas da performance ao longo do tempo. No mesmo sentido, o *TA* não terá variações significativas de um ano para o outro (visto que também se prevê que os investimentos tenham uma orientação de mais longo prazo).

Este estudo está limitado pelas características da amostra, assim como pela não inclusão de variáveis macroeconómicas que poderiam captar efeitos exógenos às empresas, nomeadamente alterações macroeconómicas durante o período da crise, assim como o contexto do país em que as mesmas estão sediadas. Embora todas as empresas estudadas

sejam europeias, elas estão sujeitas à legislação específica de cada país e sofrem a influência da sua envolvente socio-cultural específica. As conclusões deste estudo são ainda condicionadas pelo facto de as empresas familiares e não familiares serem influenciadas por fatores não quantificáveis, que os modelos aplicados não têm capacidade de refletir.

A recomendação para estudos futuros é a consideração dos custos de agência que decorrem da inclusão de familiares na empresa, para perceber as relações entre acionistas e gestores. Seria por exemplo expectável que a existência de grande percentagem de familiares simultaneamente acionistas e gestores tivesse um impacto positivo na performance das empresas, na sequência da redução de custos de agência (que resulta da interação entre *FIM* e *FIO*). Pode ainda ser promissor o estudo da variável *FIM* com proxy da percentagem de cargos de gestão operacional ocupados por membros da família.

BIBLIOGRAFIA

- Amat, J. M. (2000). La continuidad de la empresa familiar. *Gestion 2000*.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The journal of finance*, 58(3), 1301-1328.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236-245.
- Astrachan, J. H., & Kolenko, T. A. (1994). A neglected factor explaining family business success: Human resource practices. *Family business review*, 7(3), 251-262.
- Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem1. *Family business review*, 15(1), 45-58.
- Barbosa, N., & Louri, H. (2005). Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign-and domestic-owned firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27(1), 73-102.
- Caspar, C., Dias, A. K., & Elstrodt, H. P. (2010). The five attributes of enduring family businesses. *McKinsey Quarterly*, 1, 1-10.
- Castanho, N. J. M. (2016). *Estudo dos determinantes do crescimento das empresas familiares portuguesas* (Master's thesis).
- Chen, T. H. (2009). Performance measurement of an enterprise and business units with an application to a Taiwanese hotel chain. *International Journal of Hospitality Management*, 28(3), 415-422.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. (2003). A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 467-472.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and practice*, 28(4), 335-354.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 19-39.
- David, D. S. T. (2017). *O impacto do género (M/F) no cargo de direção ao nível da performance de empresas familiares portuguesas* (Dissertação de Mestrado, Universidade de Évora).
- Dawson, A. (2011). Private equity investment decisions in family firms: The role of human resources and agency costs. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 189-199.

- de Portugal, A. A. E. (2011). Livro Branco da Sucessão Empresarial. *O desafio da sucessão empresarial em Portugal*.
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2015). The Impact of Family Involvement on SME s' Performance: Theory and Evidence. *Journal of Small Business Management*, 53(4), 924-948.
- Desender, K. A., Cestona, M. A. G., & Cladera, R. C. (2009). Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case. AAA 2009 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shradler, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate governance: An international review*, 11(2), 102-111.
- EU Commission. (2014). Directive 2014/95/EU of the European Parliament and the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups. ABIEU L, 330, 1-9.
- European Foundation for Quality Management [EFQM] (2017), *An overview of the EFQM excellence model*, Brussels: EFQM. Retirado a 18 de Janeiro, 2018 de <http://www.efqm.org>
- Eurostat, N. A. C. E. (2008). Rev. 2—statistical classification of economic activities in the European community. *Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg*.
- Family Firm Institute. (2017). Global Data Points. Retirado de <http://www.ffi.org/page/globaldatapoints>, em 14-12-2017
- Family Firm Institute. (2018). Defining Family Enterprise. Retirado de <http://www.ffi.org/?definitions>, em 13-02-2018
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(1).
- Filatotchev, I., Lien, Y., & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257–283.
- Fitzgerald, L., Johnson, R., Brignall, S., Silvestro, R. and Vos, C. (1991), Performance Measurement in Service. Businesses, London: *The Chartered Institute of Management Accountants*. 69(10), 34.
- Gimbert, X., Bisbe, J., & Mendoza, X. (2010). The role of performance measurement systems in strategy formulation processes. *Long Range Planning*, 43(4), 477-497.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of management Journal*, 44(1), 81-95.

- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family business review*, 12(1), 1-25.
- Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of business venturing*, 18(4), 451-465.
- INE, I. (2007). Classificação Portuguesa das Actividades Económicas Rev. 3. *Lisboa: Instituto Nacional de Estatística*, IP.
- Isik, O., & Soykan, M. E. (2013). Large shareholders and firm performance: Evidence from Turkey. *European Scientific Journal*, ESJ, 9(25).
- Julizaerma, M. K., & Sori, Z. M. (2012). Gender diversity in the boardroom and firm performance of Malaysian public listed companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 1077-1085.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1995). Putting the balanced scorecard to work. *Performance measurement, management, and appraisal sourcebook*, 66, 17511.
- Kowalewski, O., Talavera, O., & Stetsyuk, I. (2010). Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland. *Family Business Review*, 23(1), 45-59.
- Krauter, E. (2006). Medidas de avaliação de desempenho financeiro e criação de valor: um estudo com empresas industriais. *III SEGeT-Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: Further evidence. *Family business review*, 19(2), 103-114.
- Litz, R. A. (1995). The family business: Toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8(2), 71-81.
- Litz, R. A. (2008). Two Sides of a One-Sided Phenomenon: Conceptualizing the Family Business and Business Family as a Möbius Strip. *Family Business Review*, 21(3), 217-236.
- Lubatkin, M. H., Lane, P. J., & Schulze, W. S. (2001). A strategic management model of agency relationships in firm governance. *Handbook of strategic management*, 229-258.
- Lynch, R. L., & Cross, K. F. (1991). *Measure Up! Yardsticks for Continuous Improvement*, Basilblackwell.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94.
- Mcconaughey, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H., & Cannella Jr., A. A., (2007). Are Family Firms Really Superior Performers?, *Journal of Corporate Finance*, 13: 829-858

- Miller, D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2013). Is family leadership always beneficial?. *Strategic Management Journal*, 34(5), 553-571.
- Neely, A., Adams, C., & Crowe, P. (2001). The performance prism in practice. *Measuring business excellence*, 5(2), 6-13.
- Neely, A., Gregory, M., & Platts, K. (1995). Performance measurement system design: a literature review and research agenda. *International journal of operations & production management*, 15(4), 80-116.
- Ntoug, L., Oliveira, H., Pereira, C., Sousa, B., Bastos, S., & Kome, C. (2014). Family involvement in ownership, management and firm performance in Spain.
- Nudurupati, S. S., Bititci, U. S., Kumar, V., & Chan, F. T. (2011). State of the art literature review on performance measurement. *Computers & Industrial Engineering*, 60(2), 279-290.
- Pires, V. C. D. F. (2016). *A performance das empresas familiares em momentos de crise* (Doctoral Thesis).
- Rettab, B., & Azzam, A. (2011). Performance of Family and Non-family Firms with Self-Selection: Evidence from Dubai. *Modern Economy*, 2(04), 625.
- Sciascia, S., & Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21(4), 331-345.
- Serrasqueiro, Z., Nunes, P. M., & da Silva, J. V. (2016). The Influence of Age and Size on Family-Owned Firms' Financing Decisions: Empirical Evidence Using Panel Data. *Long Range Planning*, 49(6), 723-745.
- Serrasqueiro, Z.S. & Nunes, P.M. (2008). Performance and size: empirical evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, vol. 31, Issue 2, pp. 195-217.
- Singapurwoko, A. (2013). Indonesian Family Business vs. Non-Family Business Enterprises: Which has Better Performance? *International Journal of Business and Commerce*, vol. 2, Issue 5, pp. 35-43.
- Singh, R. & Kota, H.B. (2016). Comparative analysis of family businesses with non-family businesses: Empirical evidence from India. *Serbian Journal of Management*, vol.11, Issue 1, pp. 29-41.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 339-358.
- Sonson, S. J., Kulatunga, U., & Pathirage, C. (2017). Performance measurement and management in construction: a conceptual framework. In *13th IPGRC 2017 Full Conference Proceedings* (pp. 516-528). University of Salford.

- Tagiuri, R., & Davis, J. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family business review*, 9(2), 199-208.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.